

PRIMJENA METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA U ANALIZI RIZIKA NA PRIMJERU PODUZEĆA CIAK GRUPA D.D.

Šako, Ante

Master's thesis / Diplomski rad

2022

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:148:180073>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-04**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski studij – Poslovna ekonomija

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

Diplomski rad

Ante Šako

Zagreb, ožujak 2022.

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet
Integrirani preddiplomski i diplomski studij – Poslovna ekonomija

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

Diplomski rad

Student: Ante Šako

JMBAG: 0067542800

Mentorica: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, ožujak 2022.

Sažetak

Rad obuhvaća analizu vanjskog okruženja, analizu industrije u kojoj poduzeće posluje te analizu unutarnjeg okruženja u kontekstu poslovne i financijske analize, odnosno određuje se *pro forma* financijski izvještaji i prosječni ponderirani trošak kapitala potreban za izračun i diskontiranje slobodnih novčanih tokova.

Na osnovu provedene analize, cilj rada obuhvaća subjektivnu identifikaciju rizika koji u najvećoj mjeri utječu na poslovanje poduzeća, kvantifikaciju primjenom metode rizičnih novčanih tokova, izradu mape rizika te predlaganje mjera koje će poduzeću omogućiti zaštitu i stvaranje cjelovite strategije upravljanja.

Provedena analiza je pokazala da je poduzeće izloženo pojedinom riziku onoliko koliko njegov nastanak ima utjecaj na njegovu strukturu, a samim time učinak na vrijednost poduzeća.

Također, CIAK Grupa upravlja poslovnim rizicima koristeći različite strategije upravljanja ovisno o njihovim značajnostima i vjerojatnostima nastupa. Glavno opažanje je ukazalo da se CIAK Grupa rastom i širenjem poslovanja sve više izlaže poslovnim rizicima čiji je utjecaj sve više značajan, vjerojatnost nastanka teško predvidljiva te mjere upravljanja ograničene.

Stoga je u narednim godinama provođenje integriranog upravljanja rizicima od iznimnog značaja u cilju očuvanja tržišne pozicije i vrijednosti poduzeća.

Ključne riječi: Integrirano upravljanje rizicima, procjena vrijednosti poduzeća, slobodni novčani tokovi poduzeću, prosječni ponderirani trošak kapitala, metoda rizičnih novčanih tokova, Postprodajno tržište auto i kamionskih dijelova te opreme, gospodarenje otpadom i recikliranje, CIAK Grupa

Summary

This work includes the analysis of external environment, the analysis of industry in which the company operates and the analysis of internal environment as part of business and financial analysis. Pro forma financial statements and the weighted cost of capital necessary for the calculation and discounting of free cash flows are produced.

Having conducted the analysis, the goal of this paper is to subjectively identify risks that largely influence operations of the company, to quantify risk by applying the method of riskiness of cash flows, to make a risk map and propose a measures which will enable the company to protect and create a complete strategy of management.

This analysis has shown that the company is exposed to a specific risk to the extent that its occurrence influences the company structure, and with that how it affects the value of the company.

Also, CIAK Grupa manages business risks using different strategies of management dependent upon their significance and probability of appearance. The main observation indicates that the CIAK Grupa through business growth and expansion is getting more exposed to business risks whose influence is ever more significant, the probability of risks occurring is hardly predictable and management measures are limited.

Therefore, the implementation of integrated risk management in coming years is of extreme significance for the preservation of market position and the value of the company.

Key words: Enterprise Risk Management, Valuation of the Company, Free Cash Flow to Firm – FCFF, Weighted Average Cost of Capital – WACC, Cash Flow at Risk – CFaR, Waste Mangement and recycling, Independent After Market – IAM, CIAK Grupa

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

ANTE ŠAKO

(vlastoručni potpis studenta)

Zagreb, 21.03.2022.

(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.

ANTE ŠAKO

(personal signature of the student)

Zagreb, 21.03.2022.

(place and date)

Sadržaj:

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori i metodologija istraživanja.....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	2
2. TEMELJNI KONCEPTI UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODA RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA.....	3
2.1. Općenito o rizicima	3
2.2. Proces integriranog upravljanja rizicima.....	3
2.3. Metoda rizičnih novčanih tokova	6
3. POSLOVNA ANALIZA KAO PODLOGA INTEGRIRANOM UPRAVLJANJU RIZICIMA....	7
3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća	7
3.1.1. Analiza vanjskog okruženja	7
3.1.2. Analiza industrije.....	8
3.1.3. Analiza konkurentske strategije poduzeća	11
3.1.4. Analiza unutarnjeg okruženja.....	13
3.1.5. SWOT analiza	14
3.2. Procjena vrijednosti.....	15
3.2.1. Model diskontiranih novčanih tokova.....	15
3.2.2. Diskontna stopa i trošak kapitala.....	17
4. PRIMJENA METODE INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PRIMJERU PODUZEĆA CIAK GRUPA	20
4.1. Općenito o CIAK Grupi	20
4.2. Pregled tržišta.....	21
4.2.1. Pregled segmenata poslovanja.....	26
4.2.2. Pregled poslovanja destinacija	29
4.3. Analiza šireg vanjskog okruženja – PESTLE analiza	31
4.4. Analiza industrije	37
4.4.1. Analiza životnog vijeka industrije.....	37
4.4.2. Analiza usporedbom poduzeća u strateškoj grupi	38
4.4.3. Porterov model pet sila.....	41
4.5. Analiza poduzeća	43
4.5.1. Analiza poslovnog svjetonazora i ciljeva	43
4.5.2. Analiza konkurentske strategije poduzeća	44

4.5.3.	Analiza fundamentalnih činitelja vrijednosti iz proteklih financijskih izvještaja.....	49
4.5.4.	SWOT analiza	56
4.6.	Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću CIAK Grupe.....	57
4.6.1.	Izrada <i>pro forma</i> financijskih izvještaja	57
4.6.2.	Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala	61
4.6.3.	Izračun i diskontiranje slobodnih novčanih tokova poduzeća.....	62
4.6.4.	Procjena vrijednosti ukupnih slobodnih novčanih tokova poduzeća.....	63
4.7.	Strategija integriranog upravljanja rizicima poduzeća CIAK Grupa	64
4.7.1.	Identifikacija i kvantifikacija rizika primjenom metode rizičnih novčanih tokova.....	65
4.7.2.	Mapiranje rizika.....	76
4.7.3.	Prijedlog mjera upravljanja rizicima	77
5.	ZAKLJUČAK	80
	Popis literature:.....	81
	Popis slika:	86
	Popis tablica:	87
	Popis grafikona:.....	88

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Posljednjih nekoliko desetljeća globalizacijom i razvojem tehnologije poslovno okruženje se ubrzano promijenilo. Današnje dinamično okruženje uz sve učestalije tržišne šokove utječe na mijenjanje strategije poslovanja, unapređivanje organizacije sposobnosti i traženja kreativnih rješenja s ciljem brže prilagodbe i stvaranja novih konkurentskih prednosti. Jedan od takvih alata predstavlja pristup integriranog upravljanja rizicima koji zbog neizvjesnosti budućeg poslovanja dolazi do sve većeg izražaja i primjene. Stoga, predmet ovog rada je analiza okruženja i poslovanja poduzeća CIAK Grupa d.d., analiza poslovnih rizika, njihova identifikacija i kvantifikacija putem metode rizičnih novčanih tokova (eng. *Cash-flow-at-risk – CFaR*).

CIAK Grupa je početkom 2021. godine postala nova članica službenog tržišta Zagrebačke burze. Prema Prospektu izdanja i uvrštenja, prikupljeni kapital Inicijalnom javnom ponudom biti će usmjeren na regionalna širenja i razvojne projekte u Hrvatskoj, što stvara dodatnu izloženost rizicima osobito u vremenima utjecaja COVID-19 pandemije. Stoga, cilj rada je na osnovu temeljite analize okruženja i poslovanja poduzeća identificirati temeljne vrste rizika koji u najvećoj mjeri utječu na poslovanje poduzeća, kvantificirati ih primjenom metode rizičnih novčanih tokova te predložiti mjere koje će poduzeću omogućiti zaštitu i stvaranje cjelovite strategije upravljanja rizicima s ciljem očuvanja vrijednosti poduzeća. Važno je naglasiti da će projicirani slobodni novčani tokovi poduzeća predstavljati ciljanu razinu vrijednosti prilikom kvantifikacije rizika, odnosno nastojati će se objektivno procijeniti utjecaj pojedinačnog rizika na projiciranu vrijednost poduzeća. Proces prikupljanja i analize povijesnih podataka odnosi se na petogodišnje razdoblje, zaključno s 2020., te prognozu za razdoblje od 2021. do 2025. godine.

Stručni doprinos ovog rada je razumjeti teorijski model integriranog upravljanja rizicima i primijeniti njegovu važnost u okruženju u kojem CIAK Grupa djeluje u svrhu identificiranja čimbenika koji utječu na rizične novčane tokove i vrijednost poduzeća. Analiza će pokazati koliko je CIAK Grupa izložena rizicima i koliko analizirani rizici utječu na poslovanje poduzeća.

1.2. Izvori i metodologija istraživanja

Za izradu rada korišteni su brojni sekundarni izvori podataka u obliku stručne i znanstvene literature, knjiga, priručnika i aktualnih članaka. Kao dodatan izvor literature navest će se mrežni izvori podataka kvalitativnog i kvantitativnog karaktera s ciljem prikupljanja najnovijih informacija vezanih uz poslovanje CIAK Grupe. Prilikom analize podataka u radu će se koristiti metode znanstveno-istraživačkog rada poput metode deskripcije, komparacije, analize, sinteze, indukcije te dedukcije i klasifikacije prilagođene kontekstu poslovne analize i upravljanja rizicima.

1.3. Sadržaj i struktura rada

Rad se sastoji od pet cjelina. Nakon uvodnog dijela i predstavljanje predmeta i cilja rada, u drugom poglavlju predstavljaju se temeljni koncepti upravljanja rizicima i metoda rizičnih novčanih tokova. U trećem poglavlju teorijski se razrađuje cjelokupni proces integriranog upravljanja rizicima kroz analizu okruženja i poslovanja poduzeća iz perspektive „odozgo prema dolje“ (eng. *top-down*). Perspektiva polazi od analize okruženja, analize industrije u kojoj poduzeće posluje te analize unutarnjeg okruženja u kontekstu poslovne i financijske analize kao temelj za procjenu vrijednosti očekivanih novčanih tokova poduzeća modelom diskontiranih novčanih tokova. Četvrto poglavlje odnosi se na primjenu integriranog upravljanja rizicima i metode rizičnih novčanih tokova na primjeru poduzeća CIAK Grupa. Analiza započinje povijesnim pregledom poduzeća i tržišta na kojemu poduzeće djeluje. Zatim se primjenjuje spomenuti *top-down* pristup analize okruženja i poslovanja kojim su predstavljeni modeli analize vanjskog okruženja te analize industrije, odnosno analize životnog vijeka industrije, Porterov model pet sila i analize strateške grupe. Nadalje, slijedi analiza poduzeća koja obuhvaća analizu poslovnog svjetonazora i ciljeva, analizu konkurentске strategije, analizu fundamentalnih činitelja vrijednosti iz proteklih financijskih izvještaja te SWOT analizu kao sublimaciju svih prethodno analiziranih čimbenika okruženja. Kao konačni cilj rada primjenjuje se metoda rizičnih novčanih tokova, odnosno određuje se *pro forma* financijski izvještaji i prosječni ponderirani trošak kapitala potreban za izračun i diskontiranje slobodnih novčanih tokova. U posljednjem dijelu rada izrađuje se strategija integriranog upravljanja rizicima CIAK Grupe, identificiraju se rizici te se subjektivno i objektivno kvantificiraju primjenom metode rizičnih novčanih tokova putem metode analiza scenarija i metode analize osjetljivosti. Naposljetku, predlažu se učinkovite mjere za cjelovito upravljanje rizicima. U završnom dijelu navodi se sažeti zaključak prethodne provedene analize.

2. TEMELJNI KONCEPTI UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODA RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA

2.1. Općenito o rizicima

Rizik možemo definirati kao vjerojatnosti nastanka događaja koji će imati negativne posljedice na pojedinca, organizaciju ili društvo u cjelini. S aspekta poslovnih rizika, rizik se definira kao vjerojatnost nastupanja određenih događaja koji će imati negativno utjecati na vrijednost očekivanih zarada, novčanih tokova i vrijednost poduzeća.¹ Kvantifikacijom budućih događaja rizik poprima svoju vrijednost, a kada nije poznata vjerojatnost nastanka budućih događaja govorimo o neizvjesnosti i u tom slučaju kvantifikacija budućih događaja nije moguća.² Ako rizik promatramo u kontekstu cjeline tada on predstavlja disperziju od rezultata koja može biti pozitivnog ili negativnog ishoda što ukazuje na njegovu dualnost. Prema tome, rizik predstavlja stratešku kombinaciju prijetnje i prilike, a njegovo upravljanje treba promatrati kao alat koji omogućava poduzećima iskorištavanje prilika u svrhu povećanja vrijednosti poduzeća.³ Rizike možemo podijeliti prema događaju koji ih je uzrokovao (tržišni rizik, rizik likvidnosti, kreditni rizik, operativni rizik i ostali rizici) i prema mogućnosti diversifikacije na sistematski i specifični koji čine ukupni rizik neke investicije i mjeri se standardnom devijacijom.⁴ Rizik predstavlja sastavni dio poslovanja svakog poduzeća, a njegova vrijednost se može povećati njegovim učinkovitim i pro aktivnim upravljanjem kroz uvažavanje dobrih i loših strana rizika.⁵

2.2. Proces integriranog upravljanja rizicima

Teorijski aspekti rizika do 90-ih godina 20. stoljeća promatrali su se sa operativnog stajališta, kao “silos upravljanje rizicima“ ne sagledavajući među – utjecaj rizika kao i njihov utjecaj na vrijednost poduzeća. Globalizacijom tržišta, razvojem informacijske tehnologije te pojavom financijskih kriza kao odgovor na neučinkovitost tradicionalnog sustava upravljanja rizicima, javlja se novi sveobuhvatan i pro aktivan pristup rizicima pod nazivom integrirano upravljanje rizicima (eng. *Enterprise Risk Management – ERM*) koji se može definirati kao proces koji uključuje identifikaciju, kvantifikaciju kao i mjere upravljanja svim razinama rizika u cilju

¹ Culp, C. (2001.), *The Risk Management Process – Business Strategy and Tactics*, New York, John Wiley & Sons

² Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management: Value at Risk*, New Jersey: Wharton School Publishing

³ Miloš Sprčić, D. et al. (2019.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*, Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, str. 2-3.

⁴ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 26-33.

⁵ *Ibid.*, str. 20.

povećanja vrijednosti poduzeća.⁶ Okvir integriranog upravljanja rizicima treba osmisliti i provoditi uprava poduzeća i stručnjaci. Također, proces bi trebali razumjeti svi zaposlenici poduzeća i primjeniti ga u cijelom poduzeću u skladu sa strategijom osmišljenom da identificira potencijalne negativne događaje, a sve u svrhu postizanja zadanih ciljeva poduzeća. Prema COSO ERM (2004.) okviru, integrirano upravljanje rizicima sastoji se od osam međusobno povezanih komponenti detaljnije objašnjenih u nastavku⁷:

- 1. Unutarnje okruženje** odnosi se na upravljanje i strukturu, kulturu i filozofiju upravljanja rizikom, uključujući sklonost riziku poduzeća. Aktivna podrška top menadžmenta, njegovo upravljanje rizikom i kultura rizika ključni su elementi učinkovitog procesa integriranog upravljanja rizikom.
- 2. Postavljanje ciljeva** sljedeći je važan korak prije provedbe aktivnosti upravljanja rizicima. Svako poduzeće trebalo bi jasno definirati svoje poslovne ciljeve u smislu rizika i povrata od njegovog upravljanja. U tome procesu važan je korak određivanje sklonosti riziku, odnosno kojim rizicima poduzeće treba ostati izloženo kako bi se postigli planirani ciljevi.
- 3. Identifikacija rizika** uključuje određivanje značajnih čimbenika koji bi mogli utjecati na sposobnosti poduzeća da postigne svoje strateške planove i ciljeve. Rizici dolaze iz unutarnjeg i vanjskog okruženja, stoga kvalitetna identifikacija rizika polazi od razumijevanja cjelokupnog poslovanja poduzeća, njegovog vanskog okruženja (PESTLE analiza), industrije u kojoj poduzeće posluje, konkurentske strategije sve do izrade SWOT analize kojom se sublimiraju prethodno navedeni koraci kao temelj za daljnje korake provedbe procesa integriranog upravljanja rizicima. Analiza poslovanja poduzeća može se sagledati iz dvije perspektive. Prva perspektiva poznata je pod nazivom „odozgo prema dolje“ (eng. *top – down*), a druga pod nazivom „odozdo prema gore“ (eng. *bottom - up*). U radu će se koristiti *top – down* koji je detaljnije objašnjen u nastavku rada. Prethodna analiza predstavlja temelj daljnjoj identifikaciji i kvantifikaciji rizika koristeći različite kvalitativne i kvantitativne metode.
- 4. Kvantifikacija rizika** je procjena u kojoj se mjere prethodno identificirani rizici. Angažiranjem grupe stručnjaka iz različitih odjela ili vanjskih stručnjaka formira se konačna lista rizika koja se dalje procjenjuje na temelju razine značajnosti i vjerojatnosti

⁶ *Ibid.*, str. 79.

⁷ Miloš Sprčić, D., Zoričić, D., Pecina, E., Sabol, A., Dvorski Lacković, I., Štambuk, L. ... Arh, M. (2020.), *Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies*, Zagreb: Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, str. 15 – 34.

nastanka. U poslovnoj praksi postoji niz mjera rizika, a kao par mjera najčešće se primjenjuju značajnost rizika na ordinati i vjerojatnost nastupanja rizika na apscisi koordinatnog sustava. Značajnosti se pridružuju ocjene od 1 do 10, pri čemu ocjena 1 označava rizik s najmanjom značajnosti utjecaja na vrijednost novčanih tokova, zarada i vrijednosti poduzeća, a 10 s najvećom. S druge strane, vjerojatnosti se pridružuju ocjene od 1 do 5, pri čemu ocjena 1 označava rizik s najmanjom vjerojatnosti nastanka, a 5 s najvećom. Tablice značajnosti i vjerojatnosti detaljnije će biti prikazane u nastavu rada. Nakon što su identificirani rizici rangirani prema značajnosti i vjerojatnosti nastupanja, formira se mapa rizika kao instrument koji služi za identifikaciju, evaluaciju i određivanje značajnosti ukupnih rizika kojima je poduzeće izloženo te koji mogu imati značajan utjecaj na sposobnost poduzeća da ostvari svoje poslovne ciljeve. Mapiranje rizika integrira poslovne rizike iz svih dijelova poduzeća omogućujući holistički pregled koji pomaže menadžerima u donošenju odluka o tome kojim rizicima treba upravljati na razini poduzeća.

Tablica 1.: Mapa rizika

ZNAČAJNOST	10	II Rizici koje trebaju detektirati i konstantno nadzirati			I Rizici koje treba spriječiti		
	9						
	8	IV Rizici koji se trebaju minimalno kontrolirati			III Rizici kojima se treba upravljati		
	7						
	6						
	5						
	4						
	3						
	2						
	1						
		1	2	3	4	5	VJEROJATNOST

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

5. **Odgovor na rizik** odnosi se na upotrebu politika i procedura koje poduzeće treba odrediti kako bi menadžeri reagirali i upravljali identificiranim i procijenjenim rizicima. U cilju smanjenja negativnog utjecaja različitih čimbenika rizika na poslovne ciljeve poduzeća koriste četiri pristupa upravljanja rizicima: Izbjegavanje rizika, smanjenje rizika, transfer rizika i pasivno prihvaćanje rizika.
6. **Kontrolne aktivnosti** su politike i postupci koji omogućuju osiguranje da se odgovori na rizike uspješno provedu. One su od presudnog značaja svih prethodno provedenih

koraka integriranog upravljanja rizicima s ciljem kontinuiranog praćenja i poboljšanja procesa. Da bi sustav bio učinkovitiji potrebno je konstituirati posebno tijelo odbora za rizike ili revizorskog odbora koji ima odgovornost nadzora, kontrole, upravljanja te predlaganja korektivnih mjera u područjima učinkovitog upravljanja rizicima.

7. **Informiranje i komunikacija** obuhvaća procese pravodobnog izvještavanja o relevantnim informacijama o rizicima menadžmentu te nadzornom i revizijskom odboru. Poduzeća bi trebala podnosti izvješća o rizicima koji će poslužiti dionicima kao dokaz da je integrirani proces upravljanja rizicima operativno učinkovit i da osigurava identifikaciju i učinkovito upravljanje ključnim poslovnim rizicima
8. **Praćenje i poboljšanje** je ključan dio procesa kako bi se osiguralo da provedene mjere i aktivnosti budu učinkovite na svim razinama procesa. Ako se određene mjere pokažu neučinkovite, potrebno je provesti nove kako bi se ostvarili bolji rezultati. Dugoročno je potrebno pratiti promjene u okruženju i na osnovu toga redovito, barem jednom godišnje napraviti ponovnu procjenu rizika i na osnovu toga revidirati mapu rizika.

2.3. Metoda rizičnih novčanih tokova

Temeljne metode izračuna izloženosti poduzeća rizicima su Rizična vrijednost (eng. *Value at Risk* ili Var) te Rizični novčani tok (eng. *Cash flow at Risk* ili CFaR). Rizična vrijednost je mjera najvećeg očekivanog gubitka koji se može dogoditi tijekom određenog vremenskog razdoblja u normalnim tržišnim uvjetima uz određenu razinu pouzdanosti te je prikladnija je za financijske institucije.⁸ Alternativa Rizičnoj vrijednosti je Metoda rizičnih novčanih tokova koja predstavlja mjeru relativnog rizika i mjeri se u odnosu na postavljenu ciljanu razinu novčanog toka te se koristi prilikom mjerenja izloženosti rizicima za poduzeća iz realnog sektora. Pomoću mjere CfaR prikazuje se distribucija vjerojatnosti budućeg novčanog toka poduzeća te se može procijeniti vjerojatnost nastanka rijetkih događaja koji mogu prouzročiti značajan pad zarada i novčanih tokova poduzeća. Najjednostavniji pristup analizi rizika novčanih tokova poduzeća jest Analiza osjetljivosti i Monte Carlo.⁹ S obzirom da analizirano poduzeće posluje u realnom sektoru, u radu će se koristiti Metoda rizičnih novčanih tokova

⁸ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 108 – 109.

⁹ *Ibid.*, str. 118 – 121.

3. POSLOVNA ANALIZA KAO PODLOGA INTEGRIRANOM UPRAVLJANJU RIZICIMA

3.1. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

Razumijevanje okruženja poduzeća, industrije u kojoj poduzeće posluje te njegovog poslovanja i konkurentske strategije bitan je proces prilikom identifikacije rizika te njihove daljnje analize i kvantifikacije. Takva perspektiva poznata je kao *top down* pristup koji preko makroekonomske analize omogućuje projekciju ukupne vrijednosti prodaje za industriju kao i tržišni udio poduzeća unutar industrije kako bi se izračunale projekcije prihoda od prodaje analiziranog poduzeća. Okruženje je skup različitih utjecaja i promjena na koje poduzeće u pravilu ne može utjecati. Poslovno okruženje poduzeća može se podijeliti na makro – okruženje te mikro – okruženje, odnosno industrijsku okolinu.¹⁰

3.1.1. Analiza vanjskog okruženja

Pri analizi vanjskog okruženja često se provodi PESTLE analiza, akronim od (*Political, Economic, Social, Technological, Legal, Environmental*). PESTLE je često korištena metoda analize makro – okruženja i predstavlja temelj za strateško i financijsko planiranje. Njezinim korištenjem omogućava se sveobuhvatna analiza političkog, ekonomskog, društveno-kulturnog tehnološkog, zakonodavnog i ekološkog okruženja.¹¹ Čimbenici makro – razine mogu biti bitne odrednice prijetnji i prilika s kojima će se poduzeće suočiti u budućnosti, a ključno pitanje za brojna poduzeća je kako oni utječu na njihovo industrijsko okruženje i poslovanje poduzeća.¹² Model omogućuje organizaciji da razumije svoju tržišnu poziciju, trendove i mnoge aspekte koji su korisni za unapređenje strategije i ciljeva. Bolje analiziranje i razumijevanje tržišta jedna je od ključnih čimbenika uspješnosti i ostvarivanja konkurentske prednosti. Čimbenici političkog okruženja uključuju političku stabilnost/nestabilnost, promjene u političkim i nacionalnim politikama, stabilnost vlade i njene akcije, potporu vlade industriji i poduzeću te utjecaj vladinih politika. Političko okruženje je vrlo važno za poslovanje poduzeća, osobito ako poduzeće posluje na više različitih geografskih tržišta gdje je općenito politička podrška bitna za uspjeh i prodor na tržište. Ekonomski čimbenici smatraju se najvažnijim čimbenicima ključnih za uspjeh poduzeća. Neke od ključnih ekonomskih veličina odnose se na gospodarski rast, raspoloživi dohodak i kupovnu moć stanovništva, razine plaća, stope nezaposlenosti,

¹⁰ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 85 – 87.

¹¹ *Ibid.*, str. 88.

¹² Grant, R.M. (2016.), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*, New York, John Wiley & Sons, str. 65.

porezne stope, stavove i percepcije kupaca te odrednice monetarne i fiskalne politike kao što su kamatne stope, inflacija i stabilnost valute.¹³ Društveni čimbenici uključuju promjene demografskih trendova, poput smanjenja stope nataliteta,¹⁴ te društveno – kulturne vrijednosti kao što su religija, etika i norme društva. Tehnologija je danas postala vitalni dio svakog poslovanja gdje se većina operacija odvija preko interneta te je važan pokretač vrijednosti poduzeća kojom se poboljšava učinkovitost donošenja odluka u organizacijskom procesu. Neki od ključnih tehnoloških čimbenika su: tehnološka infrastruktura, produktivnost tehnologije, tehnološke inovacije te istraživanje i razvoj (*R&D*). Pravni čimbenici razlikuje se od industrije do industrije, a uključuju brojne zakone, propise, norme i pravila. Poštivanje pravnih čimbenika poduzeću može donijeti stratešku prednost u odnosu na konkurenciju te osigurati podlogu poduzeću u promicanju koncepta etičkog poslovanja. Važnost ekoloških čimbenika je ključna s obzirom na sve veće pritiske globalnog zatopljenja, negativnog utjecaja na okoliš i održivost. Neke od čimbenika koje treba uzeti u obzir u okviru ekološkog okruženja su emisija ugljikovog dioksida, onečišćenje okoliša, gospodarenje otpadom i recikliranje te energetska učinkovitost procesa poslovanja.¹⁵

3.1.2. Analiza industrije

Ocjena konkurentskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća temelji se na analizi industrije unutar koje poduzeće obavlja svoju djelatnost. Rezultati industrijske analize predstavljaju temelj poslovne analize poduzeća te omogućava poduzeću odabir dugoročnih poslovnih strategija i određuje pravila konkurentске igre.¹⁶ Najrasprostranjeniji okvir za analizu konkurencije unutar industrije razvio je Michael Porter. Porterovih pet sila predstavlja okvir tržišnog natjecanja koji gleda na profitabilnost industrije koja je određena s 5 konkurentskih sila: Suparništvo među postojećim konkurentima; Pregovaračka moć dobavljača; Pregovaračka moć kupaca; Opasnost od ulaska supstituta; Opasnost od ulaska novih konkurenata. Snaga svake od tih konkurentskih sila određena je brojnim ključnim strukturnim varijablama prikazanim na Grafikonu 1.

¹³ Perera, R. (2017.), *The PESTLE Analysis*, Nerdynaut, str. 7 -11, preuzeto s https://books.google.hr/books?id=ZWpLDwAAQBAJ&pg=PA8&hl=hr&source=gbs_selected_pages&cad=3#v=onepage&q&f=false

¹⁴ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 87.

¹⁵ Perera, R. (2017.), *The PESTLE Analysis*, Nerdynaut, str. 7 -11, preuzeto s https://books.google.hr/books?id=ZWpLDwAAQBAJ&pg=PA8&hl=hr&source=gbs_selected_pages&cad=3#v=onepage&q&f=false

¹⁶ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 88.

Grafikon 1.: Strukturne odrednice Porterovog modela pet konkurentskih sila



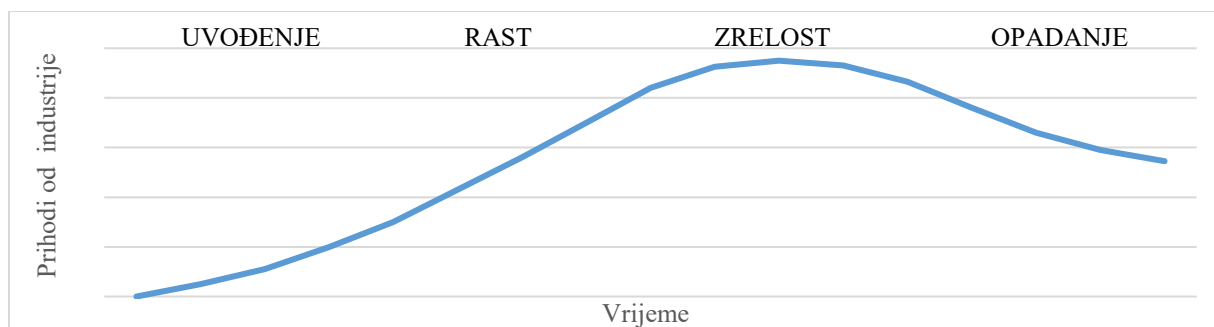
Izvor: Prilagođeno prema, Grant, R.M. (2016.), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*, New York: John Wiley & Sons, str. 69.

Cijena koju su kupci spremni platiti za proizvod dijelom ovisi o supstitutima kao zamjenskim proizvodima. Ukoliko ne postoji bliskih zamjena za određeni proizvod, potrošači su neosjetljivi na promjenu cijene i njihova opasnost je sve manja. U pravilu, što je proizvod složeniji i što su preferencije kupaca više diferencirane, to kupci imaju manju mogućnost zamjena bez obzira na promjenu cijene. Opasnost od ulaska novih konkurenata postoji kada je profitabilnost industrije visoka, ali ona ovisi o brojnim barijerama koja obeshrabruju nove sudionike za ulazak na tržište. U većini industrija glavna odrednica opće razine profitabilnosti je suparništvo među postojećim poduzećima unutar industrije. Intenzitet konkurencije između etabliranih poduzeća je rezultat odnosa koncentracije vodećih poduzeća u industriji, stupnja diferencijacije proizvoda, izlaznih barijera, odnosa fiksnih i varijabilnih troškova te ekonomije razmjera. Sposobnost kupaca da snize cijenu koju plaćaju ovisi o osjetljivosti cijena i pregovaračkoj moći u odnosu na poduzeća unutar industrije. Kupci su osjetljivi na cijene koje poduzeća određuju zbog visokog troška proizvoda u odnosu na ukupne troškove, diferenciranosti proizvoda dobavljača te intenzitetu između kupaca. S druge strane na pregovaračku moć kupaca u odnosu na prodavača utječu veličina i koncentracija kupaca u odnosu na dobavljače, informacije o kupcima te troškovi zamjene kupaca. Snaga pregovaračke moći dobavljača analogna je pregovaračkoj moći kupaca, jedina razlika je što je poduzeće u industriji kupac, a proizvođači inputa dobavljači. Relevantni čimbenici ove sile je lakoća s kojom se poduzeća u industriji mogu prebacivati između različitih

dobavljača, a njihova pregovaračka moć je često slabija u odnosu na njihove kupce, osim u slučajevima kada su dobavljači sindikalizirani.¹⁷

Temelj za predviđanje životnog vijeka industrije poznat je kao životni ciklus proizvoda te prolazi kroz nekoliko faza: Uvođenje; Rast; Zrelost; Pad. Kao što je prikazano na Grafikonu 2., faze su definirane u točkama pregiba rasta industrijske prodaje u obliku slova “S”. Proces započinje uvodnom fazom rasta industrije koja je obilježena novim inovativnim proizvodom na tržištu. Potom, dolazi do brzog rasta uslijed povećane potražnje te proizvod ubrzo ulazi u fazu zrelosti gdje prihodi od prodaje industrije rastu po opadajućoj stopi. Konačno, uvođenjem zamjenskih proizvoda dolazi do opadanja prihoda od prodaje industrije i proizvod se povlači sa tržišta.¹⁸

Grafikon 2.: Faze životnog vijeka industrije



Izvor: Prilagođeno prema Porter, M.E. (1980.), *Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: The Free Press, str. 158.

U analizi industrije poduzeće je potrebno staviti u stratešku grupu u industriji koja slijedi istu ili sličnu strategiju poslovanja. Industrija može imati samo jednu stratešku grupu, ako sva poduzeća slijede u osnovi istu strategiju, a u drugoj krajnosti, svako poduzeće može biti zasebna strateška grupa. Nakon identifikacije strateške grupe, slijedi njihova kvantifikacija, izračun veličine strateške grupe i tržišnih udjela identificiranih poduzeća u industriji pomoću koji se može konstruirati mapa koja korisna za predstavljanje ukupnog tržišnog udjela poduzeća u svakoj od strateških grupa, čime se postiže okvir za promatranje industrije u cjelini i svakog poduzeća zasebno.¹⁹

¹⁷ Grant, R.M. (2016.), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*, New York: John Wiley & Sons, str. 68 – 76.

¹⁸ Porter, M.E. (1980.), *Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: The Free Press, str. 157 – 158.

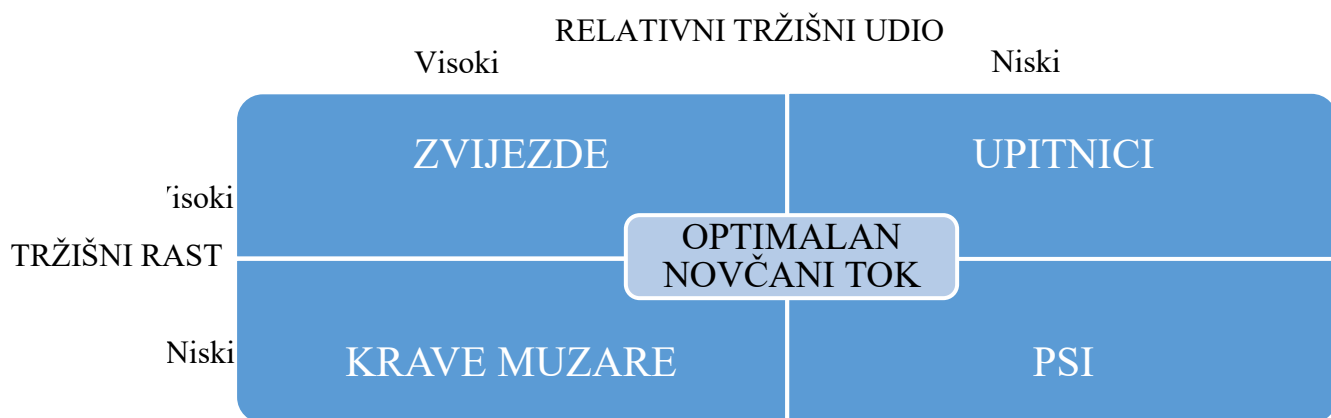
¹⁹ *Ibid.*, str. 129 – 131.

3.1.3. Analiza konkurentske strategije poduzeća

Analiza strategijskih poslovnih jedinica

Poduzeća svoje strategijske poslovne jedinice analiziraju putem modela poslovnog portfolija kao jednog od glavnog strateškog alata koji pokazuje različito pozicioniranje poduzeća prilikom stvaranja vrijednosti poduzeću. Jedan od najjednostavnijih modela je BCG matrica (akronim od *Boston Consulting Group*) čija je osnova ideja matrično prikazati pojedinačne djelatnosti poduzeća putem varijable atraktivnosti tržišta koja se mjeri stopom rasta tržišta te konkurentskom prednosti prema relativnom tržišnom udjelu, odnosno relativnom tržišnom udjelu promatranog poduzeća u odnosu na najvećeg konkurenta. Matrica, odnosno kvadranti simbolično su predstavljeni imenima: Zvijezde, Krave Muzare, Psi i Upitnici prema kojima se ovisno o profitu i novčanom toku pojedinog poduzeća koriste određene poslovne strategije.²⁰

Grafikon 3.: BCG matrica



Izvor: Prilagođeno prema, Porter, M.E. (1980.), *Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: The Free Press, str. 362.

Lanac vrijednosti

Vrijednost u poduzeću se stvara kretanjem resursa duž vertikalnog lanca vrijednosti. Lanac vrijednosti prikazuje poduzeće kao skup aktivnosti koje stvaraju vrijednost. Prema Porteru, lanac vrijednosti se dijeli na pet primarnih aktivnosti (ulazna logistika, proizvodnja, izlazna logistika, marketing i prodaja te servis) i četiri sekundarne aktivnosti (infrastruktura, upravljanje ljudskim resursima, tehnološki razvoj i nabava).²¹ Iako aktivnosti unutar lanca vrijednosti u pravilu djeluju pojedinačno kao odvojene cjeline u procesu stvaranja vrijednosti,

²⁰ Grant, R.M. (2016.), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*, New York: John Wiley & Sons, str. 363 – 365.

²¹ Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. i Schaefer, S. (2015.), *Economics of Strategy*, 7th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons Ltd, str. 292 – 293.

lanac vrijednosti predstavlja sustav međuovisnih aktivnosti povezanih vezama unutar lanca. Poduzeće koje ostvaruje konkurentsku prednost u industriji često posjeduje jedinstven lanac vrijednosti sa čvrstim vezama između aktivnosti koje dovode do brže optimizacije i koordinacije procesa. Iako poduzeća u istoj industriji često imaju slične lance vrijednosti oni se često razlikuju, a te razlike među konkurentskim lancima vrijednosti su jedan od ključnih izvora konkurentске prednosti.²²

Generičke strategije

Jedna od ključnih konkurentskih strategija je i određivanje relativnog položaja poduzeća unutar industrije. Poduzeća svoje učinkovito pozicioniranje i prednost u odnosu na konkurenciju ostvaruje kroz tri generičke strategije: Troškovno vodstvo; Diferencijacija; Fokusiranje (fokusirano troškovno vodstvo i fokusirana diferencijacija). Troškovno vodstvo i diferencijacija primjenjuju se za industriju širokog raspona, dok strategija fokusiranja ima za cilj ostvarivanje troškovne prednosti ili diferencijacije na užem segmentu

Strategijom troškovnog vodstva poduzeće nastoji ponuditi svoje proizvode ili usluge po nižoj cijeni od svoje konkurencije pri tome zadržavajući kvalitetu istih. Odabirom takve strategije poduzeća imaju širok opseg poslovanja, a izvori troškovne prednosti ostvarivi su stjecanjem krivulje iskustva koju poduzeće stječe korištenjem ekonomije obujma, posjedovanjem vlastite tehnologije te ekskluzivnim pristupom resursima. Poduzeće koje može postići i održati troškovno vodstvo biti će iznadprosječno u svojoj industriji pod uvjetom da cijena proizvoda bude na razini ili blizu prosjeka industrije te da proizvod zadrži prvobitnu kvalitetu kako poduzeća ne bi bili primorani spustiti cijenu ispod svoje konkurencije i time ugrozili profitabilnost.

Strategijom diferencijacije poduzeća nastoje biti jedinstvena u industriji uz posebne karakteristike svojih proizvoda ili usluga kako bi zadovoljili svoje kupce, a svoju jedinstvenost nagrađuju dodatnom cijenom ponuđenih proizvoda ili usluga. Poduzeće koje može postići i održati strategiju diferencijacije ostvarivat će iznadprosječnu prednost u odnosu na svoju konkurenciju u industriji samo ako dodatna cijena proizvoda premašuje dodatne troškove

²² Porter, M.E. (1985.), *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*, New York: The Free Press, str. 36 – 48.

nastalih zbog jedinstvenosti. Diferencijacijom se nastoji ostvariti da troškovi nastali povećanjem kvalitete asortimana budu jednaki ili niži u odnosu na konkurenciju u industriji.

Strategija fokusiranja temelji se na uskom segmentu unutar industrije. Poduzeće koristeći strategiju fokusiranja nastoji postići konkurentsku prednost unutar određene grupe ili segment iako ne posjeduje konkurentsku prednost u čitavoj industriji. Strategija ima dvije varijante: Fokusirana diferencijacija i fokusirano troškovno vodstvo. Fokusiranim troškovnim vodstvom poduzeće ostvaruje troškovno vodstvo u ciljanom segmentu, dok fokusiranom diferencijacijom se diferencira u svom ciljanom segmentu unutar industrije.²³

3.1.4. Analiza unutarnjeg okruženja

Analiza financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja temelji se na javno objavljenim financijskim izvještajima sastavljenim prema propisima i računovodstvenim standardima. Primjenom analitičkih metoda i tehnika, dobivaju se informaciju potrebne za donošenje poslovnih odluka, a njihova interpretacija služi za donošenje kvalitetnijih upravljačkih odluka. Temeljne financijske izvještaje čine: Bilanca; Račun dobiti i gubitka; Izvještaj o novčanom toku; Izvještaj o promjenama kapitala; Bilješke uz financijske izvještaje. S obzirom da će se u radu analiza temeljiti na bilanci i računu dobiti i gubitka, cilj financijske analize je ocjena financijskog stanja i profitabilnosti poduzeća.

Klasifikacija postupaka analize financijskih izvještaja podrazumijeva:

- 1. Komparativne financijske izvještaje** – Obuhvaća postupke horizontalne analize koji nam pružaju informaciju o promjenama pozicija financijskih izvještaja tijekom nekoliko obračunskih razdoblja i uočavanje tendencija s pomoću serije indeksa
- 2. Strukturne financijske izvještaje** – Obuhvaća postupke vertikalne analize koji nam pružaju informaciju o promjenama u strukturi financijskih izvještaja
- 3. Financijski pokazatelji** – Pružaju temeljne informacije za poslovno odlučivanje pojedinačno ili kao skupina (pokazatelji likvidnosti, pokazatelji zaduženosti, pokazatelji aktivnosti, pokazatelji profitabilnosti i pokazatelji investiranja)²⁴

²³ Porter, M.E. (1985.), *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*, New York: The Free Press, str. 11 – 17.

²⁴ Tintor, Ž. (2020.), Analiza financijskih izvještaja u funkciji donošenja kvalitetnijih poslovnih odluka, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E*, 10 (1), 84-103. <https://doi.org/10.38190/ope.10.1.4>

3.1.5. SWOT analiza

Detaljna analiza unutarnjeg i vanjskog okruženja sublimira se kroz SWOT analizu koja predstavlja akronim od (eng. *Strengths, Weaknesses, Opportunities i Threats*), odnosno Snaga, Slabosti, Prilika i Prijetnji. SWOT analiza predstavlja kvalitativnu analitičku metodu pomoću kojeg se dinamički sukobljavaju snage i slabosti poduzeća s prilikama i prijetnjama iz okruženja radi identificiranja potencijalnih šansi i prijetnji koje mogu utjecati na buduću vrijednost poduzeća. Snage i slabosti predstavljaju čimbenike koje dolaze unutar poduzeća i menadžment može utjecati na njih. S druge strane, prilike i prijetnje dolaze iz okruženja poduzeća i menadžment nema izravan utjecaj na njih, ali dobrom percepcijom može ih identificirati, aktivno upravljati te odrediti poželjnu poziciju u budućnosti. Sublimacija prethodno definiranih čimbenika prikazuje se SWOT matrici čija je struktura dana sljedećom tablicom:²⁵

Tablica 2.: Primjer SWOT matrice

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
Prepoznatljiv brend, reputacija i imidž	Velika izloženost rizicima	Ekonomski rast glavnog tržišta poduzeća	Cjenovni rat poduzeća u industriji
Efikasni kanali distribucije	Niski troškovi ulaganja u istraživanje i razvoj	Širenje prodaje na tržišta u regiji	Kriza likvidnosti u gospodarstvu
Niži troškovi poslovanja kroz ekonomija obujma	Mala ulaganja u marketinške aktivnosti	Veća potražnja kao rezultat rasta nataliteta	Nestabilnost tržišnih cijena
Diferencirani proizvodi i usluge	Zastarjeli proizvodi bez adekvatne zamjene	Rast kupovne moći kupaca	Tehnološki napredniji proizvodi
Kvalitetno organizacijsko vodstvo	Menadžment nesklon promjenama	Povećana potražnja za proizvodima poduzeća	Recesija
Stabilan i snažan tržišni udio	Neefikasno upravljanje poslovnim rizicima	Povećana briga o zdravlju i kvaliteti života	Promjene u zakonskoj regulativi i stavovima potrošača smanjuju potražnju za proizvodima
Posjedovanje patenata	Visoka zaduženost	Povećanje kreditnog rejtinga država u kojima poduzeće posluje	Politička nestabilnost
Efikasno upravljanje poslovnim rizicima	Složeno upravljanje kao rezultat akvizicija		

Izvor: Prilagođeno prema, Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 35 – 36.

²⁵ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 35.

3.2. Procjena vrijednosti

U nastavku rada prikazati će se konačan cilj integriranog upravljanja rizicima, odnosno analizirati će se utjecaj rizika na procijenjenu vrijednost kroz aktivnosti upravljanja rizicima u svrhu povećanja vrijednosti poduzeća kao temeljnog cilja poslovanja poduzeća. Svaka imovina, financijska ili stvarna, ima vrijednost.²⁶ Vrijednost je definirana vrijednost mjerenja u tržišnoj ekonomiji. Investitori ulažu u investicije na temelju vlastitih očekivanja te očekuju porast njezine vrijednosti iznad troškova ulaganja kao kompenzaciju za preuzeti rizik ulaganja.²⁷ Vrijednost poduzeća mjeri se primjenom različitih koncepcija, a najvažnije su: knjigovodstvena vrijednost, likvidacijska vrijednost, tržišna ili fer vrijednost i za rad najvažnija ekonomska vrijednost. Ekonomska vrijednost poznata je i pod nazivom *going – concern* vrijednost, koncepcija vrednovanja zasnovana na profitnoj snazi te se primjenjuje za vrednovanje profitabilnih i stabilnih poduzeća za koja se može pretpostaviti vremenski neograničeno poslovanje. Apsolutni i relativni model vrednovanja dvije su osnovne vrste modela vrednovanja proizašle iz *going-concern* koncepcije. U temeljne apsolutne modele vrednovanja ubrajaju se modeli sadašnje vrijednosti, a među najpoznatijima su: Metoda diskontiranih novčanih tokova, model rezidualnog dohotka i model diskontiranih dividendi.²⁸ U nastavku rada naglasak će biti na apsolutnom modelu, odnosno njegovoj inačici sadašnje vrijednost predstavljene kroz metodu diskontiranih novčanih tokova kao najrelevantnije metode za procjenu potencijalnih rizika i utjecaja istih na poduzeće.

3.2.1. Model diskontiranih novčanih tokova

Model diskontiranih novčanih tokova, poznatiji kao DCF metoda (eng. *discounted cash flow method*) predstavlja jednostavan konceptualni okvir prema kojem je fer tržišna vrijednost tekućeg poslovanja jednaka sadašnjoj vrijednosti njegovih budućih očekivanih novčanih tokova. Jedna od glavnih karakteristika ove metode što vrednuje buduću profitnu snagu poduzeća.²⁹ Nadovezuje se na metodu čiste sadašnje vrijednosti, a koristi se uglavnom za veća poduzeća s dobrom dokumentacijskom podlogom za koja je budućnost nešto što je relativno predvidljivo, a u izračun osim čiste sadašnje vrijednosti uključuje i rezidualnu vrijednost

²⁶ Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, New York: John Wiley & Sons, str. 1 – 6.

²⁷ Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2010.), *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th edition., McKinsey & Company, New Jersey: John Wiley & Sons, str. 3 – 4.

²⁸ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 14 – 17.

²⁹ Larrabee, D. T., Voss, J. (2013.), *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added and Real Options*, New Jersey: John Wiley & Sons, str. 105.

poduzeća na kraju promatranog razdoblja. Druga bitna karakteristika ovog modela je da se vrijednost poduzeća temelji na procijenjenoj diskontnoj stopi koja odražava stupanj rizičnosti poslovanja poduzeća.³⁰ Dva su osnovna modela slobodnih novčanih tokova – jednoperiodni i višeperiodni koji se razlikuju ovisno o broju razdoblja kretanja stope rasta g . Oba modela mogu se temeljiti na izračunu slobodnih novčanih tokova poduzeću (eng. *free cash flow to firm – FCFF*) ili slobodnih novčanih tokova običnoj glavnici (eng. *free cash flow to equity – FCFE*).³¹ Procjena vrijednosti poduzeća u nastavku rada prikazati će riziku prilagođenu vrijednost izračunatu kroz model slobodnih novčanih tokova poduzeću. Da bi se adekvatno i precizno izračunale vrijednosti procijenjenih budućih novčanih tokova poduzeća potrebno je provesti kompletan proces vrednovanja u sljedeći koracima:³²

1. Izabrati najadekvatniji model slobodnih novčanih tokova
2. Izračunati slobodne novčane tokove na temelju projiciranih *pro forma* izvještaja
3. Diskontiranje slobodnih novčanih tokova na sadašnju vrijednost po izračunatoj diskontnoj stopi – WACC
4. Određivanje rezidualne vrijednosti upotrebom modela konstantnog rasta ili upotrebom tržišnog multiplikatora te diskontiranje na sadašnju vrijednost
5. Utvrđivanje ukupnih slobodnih novčanih tokova poduzeću zbrajanjem diskontiranih slobodnih novčanih tokova za prvo razdoblje razvoja i diskontirane rezidualne vrijednosti

Slobodni novčani tok definiran je kao dobit iz redovnog poslovanja nakon poreza, uvećanog za amortizaciju te umanjenog za neto investicije, pri čemu neto investicije predstavljaju promjenu u uloženom kapitalu. Ne uključuje troškove kamata i neuobičajne stavke izvještaja o dobiti. Diskontiranjem slobodnih novčanih tokova po diskontnoj stopi, odnosno ponderiranom trošku kapitala određuje se vrijednost redovnog poslovanja poduzeća, koja je dana prikazana sljedećom formulom:³³

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

Konstantna stopa rast (eng. *perpetuity growth rate*) najčešće se određuje prema očekivanoj dugoročnoj industrijskog stopi rasta procjenjivanog poduzeća, koja se najčešće kreće u rasponu

³⁰ Orsag, S. (1997.), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest, str. 116 – 117.

³¹ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 162 – 163.

³² Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 96 – 97.

³³ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 166 – 167.

od 2 % do 4 %, odnosno sukladno rastu nominalnog BDP-a. Stopa rasta (“g“) u pravilu ne bi trebala biti viša od dugoročne industrijske stope rasta procjenjivanog poduzeća, odnosno dugoročne stope rasta BDP-a jer će u suprotnom novčani tok poduzeća dostići i preći novčani tok cjelokupne industrije i gospodarstva.³⁴ S obzirom da se u radu procjenjuju novčani tokovi poduzeća za sljedećih 5 godina, potrebno je odrediti i rezidualnu vrijednost ostvarenih novčanih tokova (eng. *terminal value ili continuing value ili residual value*). Svako poduzeće raste do određene razine u kojoj započinje njegovo razdoblje dugoročnog stabilnog rasta rast po konstantnoj stopi g. Rezidualna vrijednost može se izračunati na više načina, ali s obzirom na tematiku rada u daljnjoj analizi koristit će se izračun rezidualne vrijednosti slobodnih novčanih tokova na kraju petog poglavlja metodom diskontiranih očekivanih novčanih tokova prilagođenu za rast u vječnost po stopi g koja je dana sljedećom formulom:³⁵

$$R_v = \frac{V_5 * (1 + g)}{k_A - g}$$

3.2.2. Diskontna stopa i trošak kapitala

S obzirom na to da ekonomska vrijednost nekog poduzeća podrazumijeva izračun budućih novčanih tokova koje će poduzeće ostvariti svojim poslovanjem, potrebno je uključiti vremensku preferenciju novca. Novčani tokovi u nekom budućem periodu ne vrijede isto kao i novac na raspolaganju danas. Budućnost generiranja novčanih tokova sa sobom nosi i rizik, stoga se vremenska preferencija novca mora kvantificirati putem vremenske vrijednosti novca. Vremenska vrijednost novca izračunava buduće vrijednosti sadašnjih ulaganja koristeći pri tome procjenu diskontne stope kao kamatne stope o kojoj ovisi vrijednost svih budućih novčanih tokova. Analitičari pri procjeni vrijednosti poduzeća najčešće biraju između dviju diskontnih stopa: prosječnog ponderiranog troška kapitala (eng. *weighted average cost of capital – WACC*) i troška obične glavnice (eng. *cost of equity*).³⁶ Trošak kapitala predstavlja implicitni trošak kao i vrstu oportunitetnog troška koji se prvenstveno odnosi na stopu povrata na uloženi kapital u poduzeću određen međuovisnošću rizika i nagrada. Ukupni trošak kapitala sastoji se od troška duga nakon oporezivanja i troška obične glavnice. Prilikom izračuna potrebno je odrediti njihov udio u ukupnom kapitalu, odnosno strukturu kapitala za koju se očekuje da će dominirati u budućnosti čiji će ponderi biti polazište za izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala. Budući da će se u radu procjenjivati budući slobodni novčani

³⁴ *Ibid.*, str. 168.

³⁵ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 112 – 113.

³⁶ *Ibid.*, str.63 – 64.

tokovi poduzeću, prosječni ponderirani trošak kapitala prikladna je diskontna stopa za procjenjivanje istih.

Jedan od najzastupljenijih modela procjene troška obične glavnice je pristup teorije tržišta kapitala, odnosno CAPM model (eng. *capital assets princip model*). Prema CAPM-u trošak kapitala utvrđuje se po nerizičnoj kamatnoj stopi kao cijeni vremena uvećanu za cijenu rizika utvrđenu sistematskom premijom rizika koja predstavlja umnožak beta rizika i tržišne premije rizika.³⁷ Nerizična kamatna stopa uglavnom se izjednačava s prinosom na državne obveznice koje je izdala vlada države u kojoj je procjenjivano poduzeće locirano.³⁸ Tržišna premija rizika (eng. *market risk premium*) predstavlja razliku između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. Određena je investitorovoj averziji prema riziku, a može je se procijeniti koristeći povijesne podatke ili buduće prognoze.³⁹ Prema istraživanjima Birghama i Erhrardta (2015.), optimalne premije rizike u rasponu od 3,5 % do 6 %, iako je nemoguće dokazati da neka konkretna premija jest ili nije ispravna.⁴⁰ Prema tome, zbog izrazito zahtijevane kompleksnosti izračuna tržišne premije rizika, u radu će se koristiti sistematizacija tržišnih premija rizika profesora Aswatha Damodarana koja uključuje najnovije ocjene obveznica i prikladne raspone tržišnih premija rizika za različite zemlje.⁴¹

Beta koeficijent kao mjera tržišnog (sistematskog) rizika, odražava očekivanu volatilnost dionice nekog poduzeća u odnosu na volatilnost tržišta tijekom nekog budućeg vremenskog perioda. Njezin izračun temelji se na dva načina: kao odnos kovarijance prinosa na neku dionicu i tržišnog prinosa te varijance prinosa ili kao umnožak koeficijenta korelacije prinosa na dionicu i prinosa na tržište te odnosa standardne devijacije prinosa na dionicu i standardne devijacije tržišnog prinosa. Povijesne bete najčešće se izračunavaju preko pravca vrijednosnog papira koristeći linearnu regresiju između ostvarenih prinosa na neku dionicu i ostvarenog prinosa na tržište. Obzirom na vrijednost beta koeficijenta kao mjere sistematskog rizika, investicije se dijele u tri kategorije u ovisnosti je li beta koeficijent neke investicije jednak jedan, veći od jedan ili manji od jedan te u ovisnosti o tome dionica ima jednaku, visoku ili nisku tržišnu

³⁷ Orsag, S., Džidid, A. (2018.), *Value Added as a Measure of Economic Profit*. Acta Economica, godina XVI, br. 29, str. 9-37, ISSN 1512-858X, e-ISSN 2232-738X, Banja Luka, Decembar, str. 13 – 18.

³⁸ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 79.

³⁹ Ibid., str. 80.

⁴⁰ Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005.), *Financial Management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation, str. 315.

⁴¹ Nyu.edu. Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

volatilitnost.⁴² Zbog činjenice da povijesne bete nisu dobri pokazatelj budućeg rizika, konstantno se istražuju novi načini unapređivanja metode izračuna beta.⁴³ Istraživanjem Marshalla E. Blume-a, povijesna beta može se korigirati prilagođenom betom pri tome oslanjajući se na empirijske dokaze koji upućuju na to da se beta za većinu poduzeća s vremenom kreće prema prosječnoj beti koja je jednaka 1. To se može objasniti činjenicom da poduzeća kako šire svoje poslovanje postaju sve raznolikija u svom asortimanu proizvoda i bazi klijenata.⁴⁴ Pri procjeni vrijednosti potrebno je izračunati i trošak duga kojeg poduzeće koristi prilikom financiranja. Postoje dvije vrste duga: Utrživi ili javni dug i neutrživi ili privatni dug. Javni dug je dug kojim se javno trguje oslanjajući se na javno dostupne informacije koje pružaju specijalizirane institucije. S druge strane privatni dug je ugovor kojim kreditor i dužnik izravno dogovaraju uvjete kredita. S obzirom na to da kamate koje se plaćaju na dug smanjuju osnovicu poreza na dobit, potrebno je izračunati trošak duga nakon poreza kao razlika kamatne stope i ušteda na porezu.⁴⁵ U radu će se za izračun troška duga nakon poreza koristiti model privatnog duga, odnosno referentna kamatna stopa po kojima se poduzeće zadužuje kod kreditnih institucija usklađen s aktualnim promjenama na tržištu duga te referentnom poreznom stopom. Konačna sublimacija prosječnog ponderiranog troška kapitala dana je formulom.⁴⁶

$$k_A = \{w_D * [k_B * (1 - t)]\} + \{w_G * [k_F + (\frac{Q_j}{Q_m} * \rho_{jm}) * (k_m - k_F)]\}$$

Gdje je: k_A : Prosječni ponderirani trošak kapitala

w_D : Ponder strukture troška duga

$k_D = k_B * (1 - t)$: Trošak duga nakon oporezivanja

w_G : Ponder strukture obične glavnice

k_F : Nerizična kamatna stopa

$\beta = \frac{Q_j}{Q_m} * \rho_{jm}$: Povijesna beta

$k_r = k_m - k_F$: Premija tržišnog rizika

⁴² Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str 56 – 59.

⁴³ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 56 – 57.

⁴⁴ Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, New York: John Wiley & Sons, str. 8 – 9.

⁴⁵ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 155 – 157.

⁴⁶ Prilagođeno prema, Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 54., 56., 58., 153., 157.

4. PRIMJENA METODE INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA I METODE RIZIČNIH NOVČANIH TOKOVA NA PRIMJERU PODUZEĆA CIAK GRUPA

4.1. Općenito o CIAK Grupi

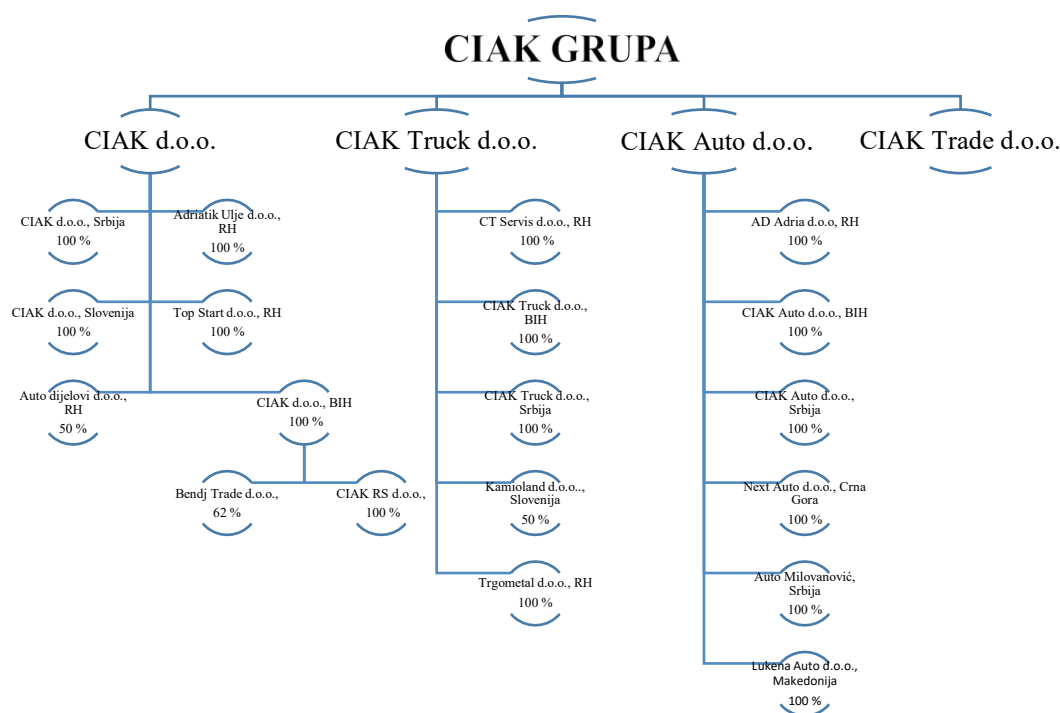
Povijest CIAK Grupe započela je 1994. godine kada je osnovano Društvo CIAK d.o.o. sa primarnom aktivnošću prodaje akumulatora i baterija, dok se narednih godina poslovanje Društva širi na distribuciju guma, auto opreme te recikliranje i gospodarenje otpadom. CIAK d.o.o., 14. siječnja 1999 godine zajedno s ovisnim društvima osniva CIAK Grupu d.d., Zagreb (prije Direkt d.o.o., "Društvo"). Grupa je 2019. godine započela fazu dokapitalizacije, a 2. siječnja 2020. registracijom na Trgovačkom sudu u Zagrebu, Grupa postaje dioničko društvo s 19.751.989 dionica na ime, bez nominalnog iznosa na koje otpada 10,00 HRK temeljnog kapitala na svaku pojedinačnu dionicu. Dionice su uvrštene na Službeno tržište Zagrebačke burze d.d., Zagreb. Temeljne poslovne aktivnosti Grupe obuhvaćaju veleprodaju i maloprodaju auto dijelova, reciklažu te gospodarenje otpadom. Danas CIAK Grupa većinu svojih poslovnih aktivnosti obavlja na tržištima Republike Hrvatske, Bosne i Hercegovine, Republike Srbije i Republike Slovenije te na ostalim europskim i svjetskim tržištima.⁴⁷ Na tim tržištima CIAK Grupa je sa više od 1000 zaposlenika jedna je od vodećih kompanija u distribuciji rezervnih dijelova i auto opreme te pionir ekološkog osviještenog gospodarenja otpada, na što ukazuju i međunarodni certifikati izvrsnosti kao dokaz visokog standarda kvalitete i profesionalnosti u svim segmentima poslovanja. Grupa od svog osnutka kontinuirano raste, a glavne odlike uspješnog poslovanja su sigurnost i stabilnost.⁴⁸ Grafikon 4. prikazuje konsolidiranu organizacijsku strukturu CIAK Grupe d.d. koja se sastoji od CIAK Grupe d.d. kao holding društva i 4 ovisna društva u kojem matično društvo drži 100 % poslovnih udjela: CIAK d.o.o., CIAK Truck d.o.o., CIAK Auto d.o.o. i CIAK Trade. Izdavatelj preko navedenih ovisnih društava neizravno drži udjele u ostalim manjim ovisnim društvima preko kojih Grupa obavlja svoje operativne aktivnosti, a Izdavatelj vodi funkciju upravljačke aktivnosti te pruža administrativne i računovodstvene usluge.⁴⁹

⁴⁷ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str., 22., 57., 58., 72., 73.

⁴⁸ CIAK Grupa d.d. (b.d.), O nama, preuzeto 1. listopada 2021. s <https://ciakgrupa.hr/onama/>

⁴⁹ *Ibid.*, str. 58 – 69.

Grafikon 4.: Organizacijska struktura CIAK Grupe



Izvor: Prilagođeno prema, CIAK Grupa d.d. (b.d.), Članice preuzeto 1. listopada s <https://ciakgrupa.hr/clanice/>

4.2. Pregled tržišta

Poslovanjem u 6 segmenta poslovanja na 6 različitim tržišta⁵⁰ Grupa postiže visoku diverzifikaciju rizika i održivost poslovanja. Segmenti poslovanja raspoređeni su u dvije glavne divizije. Divizija postprodajnog tržišta auto i kamionskih dijelova i popratne opreme (eng. *Independent After Market - IAM*) obuhvaća segment distribucije rezervnih auto dijelova, akumulatora, ulja i sl., teretni program te veleprodaju dok divizija Ekologije uključuje recikliranje i gospodarenje otpadom. Segmenti poslovanja raspoređeni su na primarno tržište Republike Hrvatske, tržišta regije (Bosna i Hercegovina, Republika Srbija, Republika Slovenija, Crna Gora i Sjeverna Makedonija) te na ostalim svjetskim tržištima u zanemarivom obujmu.

Konkurencija u europskom poslovanju auto dijelova općenito se odvija kroz dva kanala: Ovlašteni kanal i Neovisno naknadno tržište (eng. *Independent After Market - IAM*). Ovlašteni kanal uključuje proizvođače automobila (eng. *Original Equipment Manufacturer – OEM*) i njihove pridružene servisne trgovačke mreže opreme (eng. *Original Equipment Supplier – OES*) koji zajedničkom sinergijom isporučuju svoje proizvode na postprodajno tržište automobilske industrije. S druge strane, IAM tržište čine neovisni serviseri bez ugovornih

⁵⁰ Dva dodatna tržišta od 2021. godine uključuju Crnu Goru i Sjevernu Makedoniju

obveza prema proizvođačima vozila. Neovisni serviseri pružaju rezervne dijelove i opremu više robnih marki i u suradnji s rasprostranjenom mrežom dobavljača svoje proizvode kroz veleprodajnu i maloprodajnu mrežu nude krajnjim potrošačima. Ovlašteni i neovisni kanali prodaju trgovačku robu koja uključuje filtere, kočione pločice, gume i brojne ostale potrošne rezervne dijelove koji su tipični kod automobilskih sudara kao što su prednja svjetla, paneli karoserija i sl. Također, trgovačka roba uključuje komponente pogonskog sklopa te elektronike kao što su baterije, senzori i akumulatori.

Europsko automobilsko tržište od 2011. godine raslo je po stopi od 2 % godišnje. IAM tržište povećalo je svoj udio u ukupnom postprodajnom tržištu na 62 % u 2019., u odnosu na 59 % u 2011.⁵¹ Vozila iz godine u godinu stare i sve ih je teže servisirati i održavati, stoga se potrošači okreću IAM tržištu kao alternativni jer im nudi konkurentne cijene, lokalne servise i visokokvalitetne proizvode usluge kroz brzu i pouzdanu logistiku, što omogućuje brz pristup velikom broju kvalitetnih auto dijelova i osigurava održavanje i popravak vozila svojih kupaca u najkraćem roku.⁵² Potražnja i ponuda na IAM tržištu uvelike ovisi o karakteristikama primarnog tržišta automobilske industrije. Broj osobnih i gospodarskih vozila u upotrebi u Europi je rastao po godišnjoj stopi od 1,6 % od 2011. do 2019. pružajući jednu od glavnih čimbenika za širenje i razvijanje IAM tržišta. U Zapadnoj Europi, udio vozila stariji od osam godina porastao je sa 50 % u 2011. na 65 % u 2019. godini, a očekuje se trend rasta na čak 75 % do 2030 godine. Trend je još izraženiji u zemljama Srednje i Jugoistočne Europe gdje niži raspoloživi dohodak ograničava kupnju novih vozila. Ekonomska kriza uzrokovana pandemijom COVID-19 ubrzala je sveukupne promjene na postprodajnom tržištu. Pesimizam o produbljanje krize smanjio je kupnju novih automobila i daljnje starenje postojeće flote. Iako je primarno tržište automobilske industrije doživjelo značajan pad prihoda, poslovanje na IAM tržištu doživjelo je privremeni pad od 50 % početkom 2020., ali se u drugoj polovici 2020. brzo oporavilo. Prognoze vraćanja na razinu prije pandemije očekuju se u 2021. godini. Iako mnogi čimbenici idu u korist neovisnim serviserima na IAM tržištu, na njihov rast uvelike mogu utjecati sve izraženiji regulativni propisi, rasta cijene rezervnih dijelova, razvoj tehnologije koji je doprinio pojavi autonomnih automobila, razvoj sigurnosne tehnologije ADAS (eng. *Advanced Driver Assistance Systems*), veća prisutnost hibridnih i električnih

⁵¹ Wass, A., Beck, M., Herzberg, R., Hauser, J., Schlehuber, F., Wolk, A. Nikolić, Z. (2021.), *At the Crossroads: The European Aftermarket in 2030* [e - publikacija], preuzeto s <https://web-assets.bcg.com/36/39/e80d073a4067bfe89c7482d6db69/the-european-aftermarket-in-2030.pdf>, str., 4., 5., 17.

⁵²Alliance Automotive Group (b.d.), *The Automotive Market* preuzeto 4. listopada 2021. s <https://allianceautomotivegroup.eu/about-us/automotive-aftermarket/>

automobila te digitalizacija i razvoj alternativnih načina prodaje.⁵³ S ciljem borbe protiv klimatskih promjena i održavanja sustava mobilnosti, automobilska industrija će u narednim godinama vidno promijeniti svoju strukturu. U 2020. godini, prodaja električnih automobila činila je 4,1 % ukupne prodaje automobila, dok u 2021 raste na 8,57 %. Trenutačno je u svijetu oko 16 milijuna električnih vozila. Europa i Kina prednjače s 16 %, odnosno 14 % tržišnog udjela električnih automobila, dok je SAD na 4,5 %. Službeni cilj kineske vlade je da električni automobili dosegnu tržišni udio od 20 % u 2025. godini. Tim ciljem ide i europsko tržište kao drugo najveće tržište po rastu i udjelu električnih automobila. Mjesečna prodaja električnih automobila u prosincu 2021. prvi put je nadmašila dizelska vozila s tržišnim udjelom od 21 %.⁵⁴ Iako su u pravilu električna vozila s napajanjem energetske učinkovitija od vozila s dizelskim i benzinskim pogonom, njihova visoka cijena, zabrinutost zbog dometa vozila i očekivanog vijeka trajanja baterija, dostupnost punionica i troškovi vlasništva, izazovi su za njegovu sveobuhvatniju primjenu.⁵⁵ Posljednjih godina kinesko tržište automobilske industrije ostvaruje snažan rast kao rezultat povećavanja prodaje alternativnih pogonskih sklopova. Prema procjenama, do 2035. godine 80 % svih novih registriranih vozila biti će u potpunosti električna vozila, hibridna vozila ili vozila s gorivim ćelijama, dok će taj postotak u istom razdoblju iznositi 31 - 55% u Europi i SAD-u.⁵⁶ Europska komisija u sklopu revidiranog klimatskog i energetske zakonodavstva, tzv. „Fit za 55 paket“ nastoji nakon 2035. godine onemogućiti prodaju novih vozila na fosilna goriva u EU.⁵⁷ Zadnje desetljeće u Republici Hrvatskoj bilježi drastičan rast novih i rabljenih vozila sa zapada, što je dovelo do veće starosti voznog parka, povećanja kilometraže po automobilu te samim time većoj prodaji rezervnih dijelova.⁵⁸ Kao što je vidljivo iz Grafikona 5, posljednjih pet godina broj automobila u Republici Hrvatskoj

⁵³ Wass, A., Beck, M., Herzberg, R., Hauser, J., Schlehuber, F., Wolk, A. Nikolić, Z. (2021.), *At the Crossroads: The European Aftermarket in 2030* [e - publikacija], preuzeto s <https://web-assets.bcg.com/36/39/e80d073a4067bfe89c7482d6db69/the-european-aftermarket-in-2030.pdf>, str. 6 – 16.

⁵⁴ Paoli, L, Gül, T. (2022.), Electric cars fend off supply challenges to more than double global sales, preuzeto 15. ožujka 2022. s [https://www.iea.org/commentaries/electric-cars-fend-off-supply-challenges-to-more-than-double-global](https://www.iea.org/commentaries/electric-cars-fend-off-supply-challenges-to-more-than-double-global-sales?utm_content=bufferd90dd&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer)

[sales?utm_content=bufferd90dd&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer](https://www.iea.org/commentaries/electric-cars-fend-off-supply-challenges-to-more-than-double-global-sales?utm_content=bufferd90dd&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer)

⁵⁵ Europska agencija za okoliš (2021.), Vožnja prema električnoj budućnosti, preuzeto 20. listopada s <https://www.eea.europa.eu/hr/signals/eea-signali-2017-oblikovanje-buducnosti/clanci/voznja-prema-elektricnoj-buducnosti>

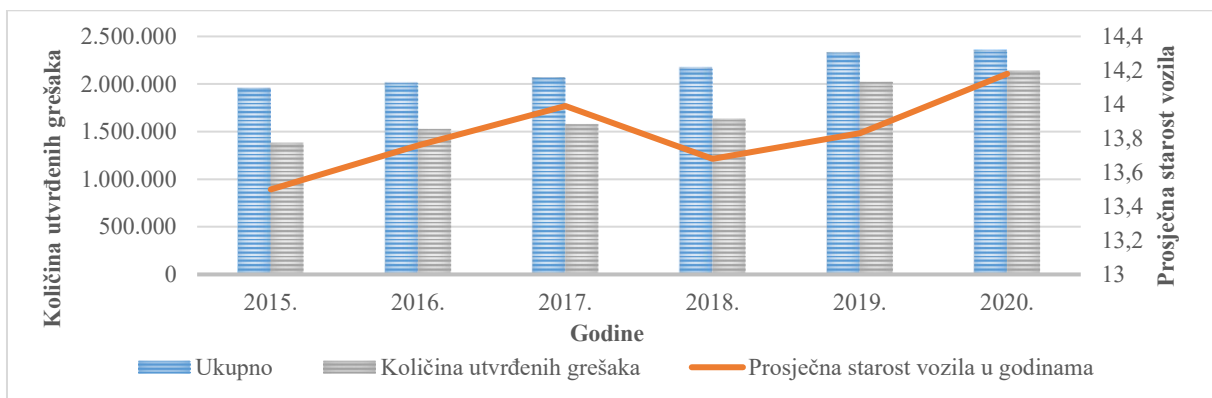
⁵⁶ Deloitte (2020.), Automobilska industrija pred potpunim slomom: novi poslovni modeli i kinesko tržište jedini su pokretači rasta u razdoblju poslije krize, preuzeto 25. listopada 2021. s <https://www2.deloitte.com/hr/hr/pages/press/articles/future-of-car-sales-in-2035.html>

⁵⁷ Energetika – net. com (2021.), Nakon 2035. EU zabranjuje automobile s unutarnjim izgaranjem, preuzeto 1. studenog 2021. s <http://www.energetika-net.com/vijesti/elektromobilnost/nakon-2035-eu-zabranjuje-automobile-s-unutarnjim-izgaranjem-32938>

⁵⁸ Bičak, D. (2020., 20. srpnja), Zahvaljujući sjajnom modelu razvoja Tokić bi mogao uspjeti u „posloženoj“ Njemačkoj, *Poslovni dnevnik*, preuzeto s <https://www.poslovni.hr/hrvatska/zahvaljujuci-sjajnom-modelu-razvoja-tokic-bi-mogao-uspjeti-i-u-poslozenoj-njemackoj-4242173>

porastao je za približno 500 tisuća te u 2020. iznosi oko 2,35 milijuna. Rastom automobila raste i broj utvrđenih grešaka na automobilima, a također je i vidljiv trend rasta prosječne starosti vozila. Svi ti pokazatelji ukazuju da su potrošači sve više okrenuti kupnji rabljenih vozila. Zadnjih nekoliko godina, došlo je značajnog rasta hibridnih i električnih automobila na tržištu Republike Hrvatske. U 2020. godini broj električnih vozila iznosio je 1343, odnosno hibridnih 8080.⁵⁹

Grafikon 5.: Kretanje ukupnog broja automobila, količine utvrđenih grešaka i prosječne starosti vozila u godinama od 2015. do 2020. godine u Republici Hrvatskoj



Izvor: Centar za vozila Hrvatske (2021.), Tehnički pregled – statistika [podatkovni dokument]

U zemljama regije, također je prisutan trend porasta ukupnih registriranih vozila (izuzevši Bosnu i Hercegovinu) i starosti voznog parka. U Republici Srbiji broj cestovnih motornih vozila veći je u odnosu na broj registriranih vozila u prethodnoj godini i to za 4,1 %, izuzevši autobuse i radna vozila.⁶⁰ Prosječna starost voznog parka u području Beograda kreću se oko 13,1 godinu, dok u ostalim manje razvijenim regijama od 17 do 21,2 godine.⁶¹

Divizija Ekologije, odnosno njezini segmenti reciklaže i gospodarenja otpadom pod velikim je utjecajem regulativnih propisa zbog zaštite okoliša i energetske učinkovitosti u cilju dugoročne održivosti čitave zajednice. Zadnjih nekoliko godina sve se više pažnje posvećuje konceptu održivog razvoja zbog snažnog globalnog rasta proizvodnje koji generira sve veće negativne utjecaje na okoliš. Prema preliminarnim podacima Ministarstva gospodarstva i održivog

⁵⁹ Centar za vozila Hrvatske (2021.), Tehnički pregled – statistika [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.cvh.hr/gradani/tehnicki-pregled/statistika/>

⁶⁰ Republika Srbija – Republički zavod za statistiku (2021.), Registrovana drumska motorna i priključna vozila i saobraćajne nezgode na putevima, 2020, preuzeto 10. listopada 2021. s <https://www.stat.gov.rs/sr-latn/vesti/20210312-registrovana-drumska-motorna-i-prikljucna-vozila-i-saobracajne-nezgode-na-putevima-2020/>

⁶¹ Agencija za bezbednost saobraćaja – Republika Srbija (2021.), Stanje voznog parka [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.abs.gov.rs/sr/analize-i-istrazivanja/statistika-i-analize/karte-pokazatelja/indikatori-486/stanje-voznog-parka>

razvoja o pregledu komunalnog otpada u Republici Hrvatskoj u 2020. godini, prekinuo se trend rasta nastalog komunalnog otpada, odnosno došlo je do smanjenja od 7 % u odnosu na 2019. godinu.⁶² Grupa preko ovisnog društva CIAK d.o.o. gospodari s preko 30.000 tona opasnog i neopasnog otpada godišnje s maksimalnim kapacitetom od 70.000 tona godišnje.

Prema podacima Fonda za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost (dalje u tekstu FZOEU) na tržištu Republike Hrvatske u 2020. stavljeno je ukupno 16.129 tona baterija. To predstavlja rast za 9 %, odnosno 1.319 tona više u odnosu na 2019. godinu. Prema vrstama baterija i akumulatora, najveći udio u uporabi čine starteri s 77,93 %, industrijske baterije i akumulatori 15,55 % te prijenosne baterije i akumulatori (olovne, nikal kamdijevе i ostale) s 6,53 %. U 2020. godini sedam ovlaštenih sakupljača u sustavu FZOEU, među koje spada i ovisno društvo CIAK d.o.o. sakupilo je 596 tona otpadnih prijenosnih baterija i akumulatora, od čega se najveća količina odnosi na olovne baterije, odnosno 78 % s najvećom koncentracijom u okolici grada Zagreba od 43 %. Uzevši podatke iz 2019. godine kada je sakupljeno 651 tona otpadnih prijenosnih baterija i akumulatora, dolazimo do zaključka da je to pad za 8,45%.⁶³ Prema podacima Federalnog ministarstva okoliša i turizma Federacije Bosne i Hercegovine u periodu od 2015. do 2018. prikupljeno je i izvezeno 21.820,79 tona opasnog otpada, a prosječno se na godišnjem nivou izvozi 5.455,2 tona opasnog otpada. U periodu od 2013. do 2018. godine sakupljeno je i zbrinuto 10.924.904,7 kg elektronskog otpada, u što se uključuju i industrijske baterije i akumulatori.⁶⁴

Grupa trenutno ima vodeći udio na tržištu u otkupu akumulatora s otprilike 50 % - 55 % udjela od kojih preradom dobiva olovne ingote, odnosno komponente za proizvodnju akumulatora.⁶⁵ Litij – ionske baterije kao jedna od glavnog pogonskog sklopa električnih automobila predstavljat će novu paradigmu za tržište gospodarenja i recikliranja opasnog otpada u narednim godinama. U smjeru brže prilagodbe novim obrascima poslovanja, Grupa je

⁶² MINGOR (2020.), Komunalni otpad u Republici Hrvatskoj – privremeni podaci, [e - publikacija], preuzeto s <http://www.haop.hr/sites/default/files/uploads/inline-files/Preliminarni%20podaci%20o%20komunalnom%20otpadu%20za%202020.%20godinu.pdf>

⁶³ MINGOR (2021.), *Pregled podataka o gospodarenju otpadnim baterijama i akumulatorima u 2020. godini – privremeno izvješće*, [e - publikacija], preuzeto s http://www.haop.hr/sites/default/files/uploads/dokumenti/021_otpad/Izvjesca/OTP-baterije_2021.pdf

⁶⁴ Federalno ministarstvo okoliša i turizma (b.d.), Federalni plan upravljanja 2012 -2017., preuzeto 15. listopada 2021. s <https://www.fmoit.gov.ba/bs/okolis/upravljanje-otpadom>

⁶⁵ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str., 82

početkom 2021. godine započela izgradnju prve faze projekta Centra za Reciklažu Litij – ion baterija s očekivanjem da bi operativno poslovanje Centra počelo prije kraja 2023. godine.⁶⁶

4.2.1. Pregled segmenata poslovanja

IAM divizija dugi niz godina bilježi značajan rast prihoda od prodaje trgovačke robe te predstavlja temeljnu komponentu poslovanja Grupe. Grupa putem IAM divizije ostvaruje 87,87 % ukupnih prihoda kroz segmente: Distribucija auto dijelova i opreme; Distribucija akumulatora, ulja i sl.; Teretni program; Veleprodaja.⁶⁷

Segment distribucije auto dijelova i opreme uključuje preprodaju auto dijelova na IAM tržištu, odnosno auto dijelova za prodaju kupcima koji ne posjećuju ovlaštene kanale. U suradnji poznatim svjetskim proizvođačima i dobavljačima svojim kupcima nude originalnu opremu (eng. *Original Equipment - OE*), kao što su: razvodnici motora, oprema za hlađenje, filteri, kočioni sistemi, ovjesi i pogoni, spojke, amortizeri i opruge, klime, turbine, gumeno metalni dijelovi, ulja, masti, antifrizi, akumulatori, gume i vulkanizacijska oprema, kemijski proizvodi i ostala auto oprema. Poslovanje je u najvećoj mjeri usmjereno na kupce iz maloprodaje putem vlastitih maloprodajnih jedinica i internetskih narudžbi. Segment čini 45,63 % ukupnih prihoda od prodaje u 2020. godini, odnosno 530.181 tisuća kuna, što predstavlja rast od 2,06 % u odnosu na 2019. godinu. Segment je ključan za poslovanja Grupe koji zadnjih nekoliko godina kontinuirano raste zbog bolje konsolidiranosti tržišta i povećanom potražnjom za rezervnih dijelovima uslijed porasta broja rabljenih vozila na tržištu.

Segment distribucije akumulatora, ulja i sl. uključuje prodaju akumulatora, industrijskih baterija, ulja, maziva te ostalih auto potrepština poput metlica, aditiva i sl. Segment čini 23,76 % ukupnih prihoda od prodaje u 2020. godini, odnosno 275.763 tisuća kuna, što predstavlja rast od 3,51 % u odnosu na 2019. godinu. Polovica prihoda od prodaje odnosi se na prodaju ovisnim poduzećima unutar Grupe, dok je druga polovica organizirana veleprodajnom i maloprodajnom mrežom u Republici Hrvatskoj i regiji. Prodaja asortimana organizirana je veleprodajom i maloprodajnom mrežom, a najveći udio prodane robe odnosi se na akumulatore tj., vlastite linije CIAK Starter akumulatora.

⁶⁶ CIAK Grupa (2021.), Obavijest o prvoj fazi projekta Centra za Reciklažu Litij – ion baterija [e - publikacija], preuzeto s <https://www.ciak.hr/wp-content/uploads/2021/04/CIAK-GRUPA-Obavijest-Centar-za-reciklazu-litij-ionskih-baterija.pdf>

⁶⁷ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str., 72 – 79.

Segment teretnog programa uključuje preprodaju dijelova za kamione i gospodarska vozila. Najveći dio prihoda u segmentu ostvaren je kroz prodaju dijelova za kamione. Asortiman je isti kao i u segmentu auto dijelova samo s naglaskom na gospodarska vozila. Ostvareni prihodi od prodaje u 2020. godini u segmentu teretnog programa su iznosili 163.041 tisuća kuna, što predstavlja 14,04 % poslovnih prihoda Grupe. Iako segment zadnjih godina bilježi značajan rast, u 2020. godini zabilježila je pad prihoda u iznosu od 3,60 % u odnosu na prethodnu godinu.

Segment veleprodaje uključuje veleprodaju auto opreme, tekstila i vrtnog programa. Segment je svoje poslovanje započeo 2000. godine, a dugi niz godina Grupa je bila tržišni lider u preprodaji bicikala koji je poslije napušten zbog uvođenja kineskih antidampinških carina na uvoz od 50 %. Iako je segment veleprodaje u velikoj mjeri neovisan od ostalih segmenata poslovanja, ciljem lakše sistematizacije uvršten je u IAM diviziju zbog asortimana kojeg prodaje krajnjim kupcima. Segment Veleprodaje u 2020. godini činio je 4,43 % ukupnih prihoda Grupe s padom od 5,59 % u odnosu na 2019. godinu.⁶⁸

Divizija Ekologije u 2020. godini čini 12,23 % prihoda od prodaje i bilježi značajan pad stope rasta od 14,66 % u segmentu recikliranja i gospodarenja otpadom u odnosu na 2019. godinu.⁶⁹

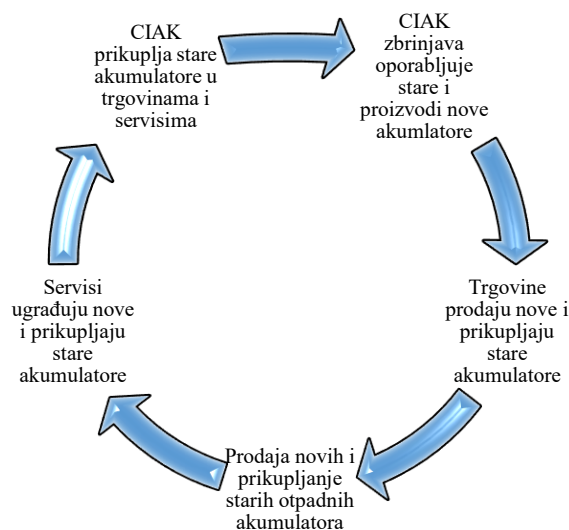
Segment reciklaže svoje poslovne aktivnosti usmjerava na reciklažu baterija i akumulatora. Sustav recikliranja odvija se preko zatvorenog sustava za recikliranje akumulatora i baterija koji je ujedno i jedini takav sustav u regiji. U sabirnom centru za reciklažu u Zaboku sortiraju se oporabljivi stari akumulatori pri čemu se dobivaju obrađene olovne legure (ingoti) te plastika i kiselina kao glavne komponente za proizvodnju novih akumulatora. Grupa sirovine prodaje stranim kupcima koji proizvode nove akumulatore i pri tome radi otkup istih koje potom prodaje trgovinama na maloprodajnom tržištu, a trgovine servisima i mehaničarskim radnjama. Nakon što se akumulatori istroše, provodi se postupak njihovog otkupa, odnosno sakupljanja čime se završava i ponovno uspostavlja CIAK EcoCycle. Prihodi u ovome segmentu uvelike ovise o kretanju tržišne cijene olova, odnosno LME indeksa (eng. *London Metal Exchange Lead Index*).⁷⁰

⁶⁸ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, 83 – 84.

⁶⁹ *Ibid.*, str. 79 – 83.

⁷⁰ The London Metal Exchange – an HKEX Company (2021.), *LME Lead Official Prices curve* [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.lme.com/en/Metals/Non-ferrous/LME-Lead#Price+graphs>

Grafikon 6.: Prikaz zatvorenog sustava za recikliranje akumulatora i baterija - CIAK EcoCycle



Izvor: CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće* [e – publikacija]

Segment gospodarenja otpadom uključuje djelatnost skupljanja, prijevoza, uporabe i zbrinjavanja opasnog i neopasnog materijala njihov nadzor, održavanje te sanaciju industrijskih postrojenja i onečišćenih lokacija. Grupa je na tržište gospodarenja otpadom ušla 2000. godine, a danas većinu prikupljenog otpada Grupa samostalno obrađuje putem ovisnih društava, a manji dio opasnog otpada transportira u inozemne spalionice. Grupa je osnovala jedini centar za freone u kojima prima opasne kontrolirane tvari ili stakleničke plinove te vlastiti laboratorij za ispitivanje sanacija onečišćenih lokacija i industrijskih postrojenja.⁷¹

Grafikon 7.: Pregled segmenta poslovanja u 2019. i 2020. godini

Poslovanje segmenata	2019.		2020.		RP 20./19.
	Prihod segmenta	% Udio	Prihod segmenta	% Udio	
<i>Auto program</i>	519.493	44,20 %	530.181	45,63 %	2,06 %
<i>Akumulatori, ulja i sl.</i>	266.418	22,67 %	275.763	23,76 %	3,51 %
<i>Teretni program</i>	169.138	14,39 %	163.041	14,04 %	-3,60 %
<i>Ekologija</i>	166.587	14,17 %	142.159	12,23 %	-14,66 %
<i>Veleprodaja</i>	53.606	4,57 %	50.611	4,43 %	-5,59 %
UKUPNO	1.175.242	100 %	1.161.755	100 %	-1,15 %
<i>Intersegmentalni prihodi</i>	179.578	-	209.602	-	16,72 %
UKUPNO*	995.664	100 %	952.153	100 %	-4,37 %

Izvor: Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište* – CIAK Grupa [e - publikacija]

⁷¹ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište* – CIAK Grupa [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>. 82 – 83.

4.2.2. Pregled poslovanja destinacija

Grupa svoje najveće prihode od prodaje ostvaruje na tržištu Republike Hrvatske na kojem ostvaruje 82,66 % ukupnog prihoda od prodaje, što predstavlja blagi pad od 4,66 % u odnosu na 2019. godinu. Gotovo 56 % izvora prihoda Grupe dolazi iz segmenta distribucije auto dijelova i opreme, a gotovo cjelokupni iznos ostvarenih prihoda iz toga segmenta ostvaren je na teritoriju Republike Hrvatske putem ovisnog društva CIAK Auto d.o.o. i manjih ovisnih društava: AD Adria d.o.o i Autodijelovi d.o.o. Krajem 2019. godine prodaja se odvijala kroz 49 poslovnica diljem zemlje sa glavnim veleprodajnim centrom u Gornjem Stupniku. Drugi najvažniji segment poslovanja na području Republike Hrvatske predstavlja distribucija akumulatora, ulja i slično putem veleprodaje i maloprodaje ovisnog društva CIAK d.o.o. i njegovih ovisnih društava Top Starter d.o.o. i Adriatik ulja d.o.o. CIAK d.o.o najveći distributer akumulatora na području Republike Hrvatske putem vlastite linije CIAK Starter ima vodeći udio na tržištu u tom dijelu prodaje s razvijenom mrežom ovlaštenih servisera akumulatora. Grupa je u teretnom programu prisutna na teritoriju Republike Hrvatske putem ovisnog društva CIAK Truck d.o.o. i CT servisa d.o.o. CIAK Truck d.o.o. s dva logističko distributivna centra i 9 prodajnih poslovnica teretnog programa diljem zemlje ostvaruje otprilike 70 % prihoda. Također, Grupa na području Hrvatske sudjeluje u segmentu Ekologije putem ovisnog društva CIAK d.o.o. koji osim u segmentu distribucije akumulatora sudjeluje i u recikliranju i gospodarenju otpada. U segmentu veleprodaje, Grupa gotovo sve svoje prihode ostvaruje na području Republike Hrvatske putem ovisnog društva CIAK Trade d.o.o. u Sesvetama, pomoću kojeg je Grupa ostvarila suradnju s velikim trgovačkim lancima u Hrvatskoj i tako generira oko približno 4 % prihoda godišnje.

Republika Srbija kao druga najvažnija destinacija poslovanja i posljednjih godina jedan od važnijih generatora rasta s ostvarenih 9,71 % prihoda u 2020. godini, što predstavlja rast od 12,06 % u odnosu na 2019. godinu. Na području Republike Srbije Grupa obavlja aktivnosti distribucije auto dijelova, akumulatora i teretnog programa sa sjedištem u Novom Sadu u kojem djeluju ovisna društva: CIAK Auto d.o.o., CIAK d.o.o. i CIAK Truck d.o.o. Osnivanjem društva CIAK Auto d.o.o. Novi Sad Grupa je započela poslovanje u segmentu auto dijelova i opreme za koje se očekuje daljnji rast u budućnosti.

Tržište Bosne i Hercegovine treća je najveća destinacija poslovanja Grupe s 5,07 % prihoda u 2020. godini, što predstavlja pad od 18,88 % u odnosu na 2019. godinu. Grupa na području Bosne i Hercegovine djeluje u 3 segmenta putem nekoliko ovisnih društava. Najvažniji segment

poslovanja Grupe na području Bosne i Hercegovine je divizija Ekologije, koji se obavlja putem ovisnih društava CIAK d.o.o. Grude i Bendjtrade Jajce d.o.o. Gospodarenje otpadom izvršava se putem društva GRIOS – RS d.o.o. Ostala dva segmenta putem kojih Grupa ostvaruje prihode na teritoriju Bosne i Hercegovine su teretni program s 4 aktivne prodavaonice i distribucija auto dijelova sa sjedištem u Sarajevu.

Tržište Republike Slovenije zauzima najmanji obujam poslovanja Grupe s 2,53 % udjela u 2020. godini, što predstavlja pad od 13,60 % u odnosu na 2019. godinu. Grupa na području Republike Slovenije ostvaruje prihode putem u segmentu distribucije akumulatora putem CIAK Starter sa sjedištem u Ljubljani te u teretnom programu putem društva Kamioland.⁷²

Tablica 3.: Pregled poslovanja destinacija u 2019. i 2020. godini.

Poslovanje destinacija	2019.		2020.		RP 20./19.
	Prihodi segmenta	Udio u prihodima	Prihodi segmenta	Udio u prihodima	
Republika Hrvatska	825.528	82,91 %	787.071	82,66 %	-4,66 %
Republika Srbija	82.732	8,31 %	92.706	9,74 %	12,06 %
Bosna i Hercegovina	59.548	5,98 %	48.308	5,07 %	-18,88 %
Republika Slovenija	27.856	2,80 %	24.068	2,53 %	-13,60 %
UKUPNO	995.664	100,00 %	952.153	100,00 %	-4,37%

Izvor: CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće* [e – publikacija]

Grupa je u 2021. godini ostvarila i pokrenula nekoliko akvizicija pri čemu nastoji ojačati tržišnu poziciju i proširiti obujam poslovanja u regiji. U ožujku 2021. godine zaključena je transakcija preuzimanja društva Trgometal d.o.o, čime Grupa preuzimanjem jača svoju tržišnu poziciju u segmentu prodaje rezervnih dijelova za auto i teretni program na području Republike Hrvatske i regije.⁷³ Početkom 2021. godine akvizicijom Next Auta d.o.o. kao vodećeg poduzeća na crnogorskom IAM tržištu na 6 lokacija rasprostranjenih širom Crne Gore s ostvarenim prihodima od 80 milijuna kuna u 2020. godini, Grupa širi svoje poslovanje i nastavlja jačati svoju tržišnu poziciju u regiji.⁷⁴ Grupa je u studenom 2021. godine zaključila transakciju preuzimanja društva Auto Milovanović d.o.o., iz Banja Luke, jednog od tržišnog lidera na području Bosne i Hercegovine s ukupnim prihodima od približno 140 milijuna kuna. Također,

⁷² Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 73 - 85.

⁷³ CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće za 2020. godinu* [e - publikacija], preuzeto s https://www.ciak.hr/wp-content/uploads/2021/04/CIAK%20Grupa%20SEP%20CRO%202020_nekonsolidirani.pdf, str. 7

⁷⁴ CIAK Grupa d.d. (b.d.), *Obavijest o zaključenju transakcije preuzimanja*, [e - publikacija], preuzeto s <https://ciakgrupa.hr/wp-content/uploads/2021/03/CIAK-GRUPA-Obavijest-o-zaključenju-transakcije-preuzimanja-15-03-.pdf>

poduzeće putem svojeg sestrinskog društva Lukena ostvaruje prihode i na tržištima Republike Srbije u iznosu od 40 milijuna kuna, odnosno 13 milijuna kuna.⁷⁵

4.3. Analiza šireg vanjskog okruženja – PESTLE analiza

Politički čimbenici

Stabilnost političkog okruženja i vlade jedan je od glavnih preduvjeta gospodarskog rasta i stvaranja povoljne investicijske klime za nova kapitalna ulaganja. Područje na kojem Grupa obavlja svoje temeljne aktivnosti ima dugačku povijest brojnih političkih sukoba i ratova pa je samim time vrlo važno nadzirati unutarnju političku stabilnost situacije u regiji i analizirati međususjedske odnose. Prema jednom od najvećih osiguravajućih društava Euler Hermes, koja među ostalom proučava tržišne rizike država, problemi i izazovi političke stabilnosti najizraženiji su u Bosni i Hercegovini i Crnog Gori. Naime, Euler Hermes navodi da je u Bosni i Hercegovini došlo do naglog smanjenja vanjske neravnoteže uzrokovane lošom ekonomskom situacijom i obnavljanje etničko – nacionalističkih pritisaka.⁷⁶ Iako je zadnjih nekoliko godina Republika Hrvatska ostvarila pomak u borbi protiv korupcije i dalje je visoko rangirana. Prema indeksu percepcije korupcije za 2020. godinu koja rangira zemlje od 1 do 100, prema kojem su zemlje nižeg ranga suočene sa velikom, dok zemlje većeg ranga sa nižom korupcijom, Republika Hrvatska se nalazi na 47. mjestu, Republika Slovenija 35., Republika Srbija na 94., Bosna i Hercegovina na 111 te Crna Gora na 67 mjestu.⁷⁷ Djelovanjem na nekoliko tržišta u regiji, CIAK Grupa je izložena djelovanju političkih čimbenika. Iako je djelovanje Grupe na prethodno spomenutim tržištima od strateške važnosti za daljni rast obujma prodaje, trenutna geopolitička nesigurnost uzrokovana ratom Ruske Federacije i Ukrajine može dodatno ubraziti eskalaciju sukoba u regiji i rezultirati uvođenju brojnih administrativnih i ekonomskih ograničenja koja bi negativno djelovala na prihode koje Grupa ostvaruje u regiji.

⁷⁵ CIAK Grupa d.d. (b.d.), CIAK Grupa zaključila transakciju preuzimanja društva Auto Milovanović d.o.o., Banja Luka, preuzeto 01. studenog 2021. s <https://ciakgrupa.hr/ciak-grupa-zakljucila-transakciju-preuzimanja-drustva-auto-milovanovic-d-o-o-banja-luka/>

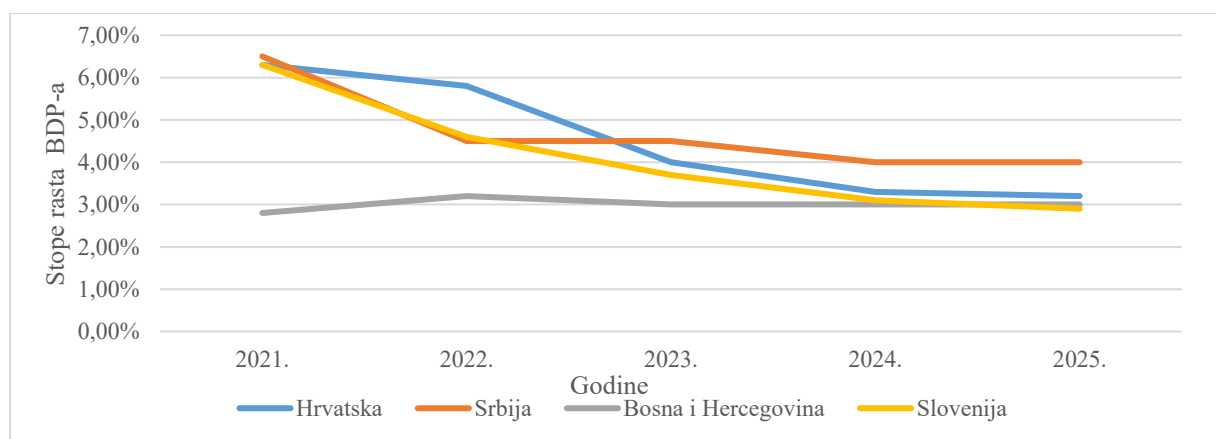
⁷⁶ Euler Hermes Global (2021.), Country Reports [podatkovni dokument], preuzeto s https://www.eulerhermes.com/en_global/economic-research/country-reports.html

⁷⁷ Transparency International (2021.), Corruption Perception Index – 2020 [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>

Ekonomski čimbenici

Pojavom financijske krize srozana je čitava svjetska ekonomija, a oporavak hrvatskog gospodarstva trajao je čitavo desetljeće. Iako je 2015. godine započeo trend rasta BDP-a, pretkrizna razinu niti danas nije dostignuta.⁷⁸ Pojava ekonomske krize 2020. godine uzrokovana COVID – 19 pandemijom ponovno je pokrenula pad razine BDP-a u gotovo svim europskim zemljama. Snažan pad hrvatskog BDP-a u 2020. godini od 8,4% smanjio je razinu BDP-a na 370 mlrd. HRK.⁷⁹ Nakon ekonomskog šoka u 2021 se očekuje snažni oporavak gospodarstva svih zemalja, uključujući i Republiku Hrvatsku. Prema procjenama Međunarodnog monetarnog fonda, očekuje se rast BDP-a Republike Hrvatske za 6,3 %. Također rast se očekuje i u susjednim zemljama, a za Republiku Srbiju se prognozira najveći rast od 6,5 %. U narednim godinama, očekuje se pad stopi rasta BDP-a, ali održavanje na pozitivnim i stabilnim razinama.

Grafikon 8.: Procjenjene stope rasta BDP-a za razdoblje od 2021. do 2025. godine



Izvor: International Monetary Fund (2021.), IMF Data Mapper [podatkovni dokument], preuzeto s https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD

Ministarstvo financija Republike Hrvatske navodi da je prema podacima HNB-a, javni dug Republike Hrvatske je krajem 2020. godine iznosio 329,7 milijardi kuna, odnosno 88,7 % BDP-a, što predstavlja povećanje za 15,9 % u odnosu na prethodnu 2019. godinu. Iako je zadnjih 5 godina javni dug imao trend silazne putanje, negativna kretanja posljedica su pada gospodarske aktivnosti uzrokovane pandemijom COVID – 19 te brojnim i izdašnim mjerama fiskalne

⁷⁸ The World Bank (2021.), GDP (current US\$) – Croatia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina, Serbia [podatkovni dokument], preuzeto s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=HR-SI-BA-RS>

⁷⁹ The World Bank (2021.), GDP growth (annual %) – Croatia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina, Serbia [podatkovni dokument], preuzeto s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=HR-SI-BA-RS>

politike. U 2020. godini ukupni budžetski deficit države iznosio je 6,8 % BDP-a.⁸⁰ Gospodarskim oporavkom i boljom pripremljenošću na krizu očekuje se da će već 2021. godine javni dug ponovno početi padati i ubrzano konvergirati prema razini od 60 % BDP-a.⁸¹

Upravljanje monetarnom i deviznom politikom jedan je temeljnih funkcija za ostvarivanje dugoročne financijske stabilnosti i gospodarskog rasta. Okvir i temeljni ciljevi Hrvatske narodne banke kao nositeljice monetarne politike u Republici Hrvatskoj je održavanje stabilnosti cijena održavajući stabilne i blago pozitivne inflacije u dužem vremenskom periodu. U cilju toga ostvarenja, HNB koristi stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Stabilnost tečaja kune prema euru važna je zbog visokog stupnja euroizacije. Politikom tzv. fluktuirajućeg tečaja povremenih deviznim intervencijama, HNB nastoji održati stabilnost tečaja kune prema euru. Pojava gospodarske krize uzrokovane COVID – 19 pandemijom dovela je Europsku središnju banku, a samim time i HNB u izazove u narednim godinama. Od 2015. do 2019. godine, tečaj kune aprecirao je naspram eura od 7,7 do 7,45 kuna za jednu jedinicu eura. U prvoj polovici 2020. godine dolazi do nagle deprecijacije kune uzrokovane zastojem u vanjskotrgovinskoj razmjeni i padu turističkih prihoda koji se brzo stabilizirao intervencijom HNB-a na deviznom tržištu.⁸² Zastoj je utjecao na daljnji pad proizvodnje, pad potrošnje i stagnaciju gospodarske aktivnosti, čime inflacija nakon stabilnih razina oko 2 % u razdoblju od 2017. – 2019. godine u 2020. godini bilježi negativne razine. Očekivane prognoze pada BDP-a povećavalo je sklonost sve većem tiskanju novca i novom zaduživanju u cilju održavanja gospodarske aktivnosti. Ubrzo u kombinaciji s očekivanim gospodarskim oporavkom, rastom proizvodnje i povećanja cijene nafte na svjetskom tržištu dolazi do porasta inflacije koja je u listopadu 2021. zabilježila najveću razinu u posljednjih 5 godina od 3,8 %.⁸³ S druge strane, Europska centralna banka (dalje u tekstu ECB) zadnjih nekoliko godina vodi ekspanzivnu monetarnu politiku, a jedna od aktivnosti je i održavanje niskih kamatnih stopa na kredite - EURIBOR (eng. *Euro Interbank Offered Rate*) koja je od pojave financijske krize konstantno u padu, a posljednjih godina bilježi i negativne razine. Na

⁸⁰ Republika Hrvatska – Ministarstvo Financija (2021.), Godišnji izvještaj o izvršenju državnog Republike Hrvatske za 2020. godinu – Vodič za građane proračuna [e – publikacija], preuzeto s https://mfin.gov.hr/UserDocsImages//dokumenti/Informacije_za_građane//Vodic%20za%20građane%20-%20Godi%C5%A1nji%20izvje%C5%A1taj%20o%20izvr%C5%A1enju%20Dr%C5%BEavnog%20prora%C4%8Duna%20RH%20za%202020.%20godinu.pdf

⁸¹ Vlada Republike Hrvatske (2021.), Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine [e – publikacija], preuzeto s <http://www.rera.hr/upload/stranice/2021/03/2021-03-10/18/nacionalnarazvojnastrategijarhdo2030godine.pdf>

⁸² Hrvatska narodna banka (2021.), Tečajna lista [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajna-lista/tečajna-lista>

⁸³ Trading Economic (2021.), Croatia Inflation Rate [podatkovni dokument], preuzeto s <https://tradingeconomics.com/croatia/inflation-cpi>

dan 30.09.2021. EURIBOR je iznosio - 0,545 %.⁸⁴ Prema podacima HNB-a, posljednjih 10 godina dolazi do konvergencije kamatnih stopa na kredite na razinu oko 2 %. U mjesecu listopadu 2021., kamatna stopa kreditnih institucija na depozite iznosila je 0,18 %, odnosno 1,81 % na kredite.⁸⁵ Prema ekonomistu i sveučilišnom profesoru Ekonomskog fakulteta u Zagrebu dr. sc. Josipu Tici, veće kamatne stope su „lijevak“ za inflaciju, ali budući da je svjetsko gospodarstvo u procesu opravka i snažnog investicijskog ciklusa, ECB je u „strahu“ podignuti kamatne stope, ali ukoliko se trend rasta inflacije nastavi takav scenarij bio bi izgledan.⁸⁶ Grupa veći dio svojih dugova ima u eurima, stoga deprecijacija kune u slučaju novih tržišnih šokova, može utjecati na neto financijski trošak, a samim time i neto rezultat. Prema informacijama iz financijskih izvještaja Grupe u 2020. godini je došlo do porasta negativnih tečajnih razlika za 7,7 milijuna kuna kao posljedica aprecijacije tečaja EUR/HRK s 7,4426 na 7,5309.⁸⁷ Osim toga, rast razine inflacije uzrokovan tržišnim šokovima te povećanjem cijena energenata uzrokuje rast troškova proizvodnje rezervnih dijelova, a samim time i veću otkupnu cijenu na tržištu, što može utjecati na lanac nabave i troškovnu strukturu. Na dan 30.12.2021. udio duga Grupe na koji teku kamate po promjenjivim stopama iznosi približno 70 %. Ukoliko se stope inflacije nastave povećavati, za očekivati je da će se u narednim godinama povećati kamatne stope na kredite, čime raste izloženost Grupe prema kamatnom riziku.

Demografsko – socijalni čimbenici

Nepovoljna demografska kretanja vrše pritisak na tržište rada, sustav zdravstvene i socijalne skrbi, mirovinski sustav i održivost javnih financija. Snažno starenje europskog stanovništva jedan od glavnih problema i izazova brojnih njenih članica pa tako i Republike Hrvatske. Prema Eurostatovim projekcijama, predviđa se da će stanovništvo EU-27 umjereno rasti u prvom desetljeću, nakon čega će do kraja stoljeća doći do stabilnog pada. Hrvatska je jedna od najstarijih članica Europske unije koja se dugi niz godina suočava s opadanjem broja stanovnika uzrokovano visokim udjelom stanovništva starijeg od 65 godina, niskom stopom fertiliteta te negativnim migracijskim tokovima. Predviđa se da će Republika Hrvatska do 2050. godine

⁸⁴ European Central Bank (2021.), Statistical Data Warehouse – EURIBOR [podatkovni dokument], preuzeto s https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.RT.MM.EURIBOR3MD_HSTA

⁸⁵ Hrvatska narodna banka (2021.), Kamatne stope kreditnih institucija na devizne depozite i kredite (stanja) [podatkovni dokument], preuzeto <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

⁸⁶ Nacional (2021., 11. studenog), Gost kolumnist: Josip Tica: Koliko će i kada porasti kamatne stope, *Nacional*, preuzeto s <https://www.nacional.hr/gost-kolumnist-josip-tica-koliko-ce-i-kada-porasti-kamatne-stope/>

⁸⁷ *Ibid.*, str. 9. i 93.

imati oko 3,4 milijuna stanovnika.⁸⁸ Stopa nezaposlenosti se u Republici Hrvatskoj i zemljama regije posljednjih nekoliko godina smanjivala. Pojavom COVID – 19 pandemije, dolazi do privremenih otpuštanja što uzrokuje porast stope nezaposlenosti u gotovo svim zemljama, izuzevši Republiku Srbiju. U 2020. godini stopa nezaposlenosti Republike Hrvatske iznosi 7,20 %.⁸⁹ Jedan od glavnih problema za Republiku Hrvatsku predstavlja nedostatak radne snage koji je usko povezan sa negativnim demografskim trendovima. Stope aktivnosti i zaposlenosti među najnižima su u Europi, a samo Italija i Grčka pokazuju nižu razinu aktivnosti i zaposlenosti stanovništva. Također velika prisutnosti rizika od siromaštva i socijalne isključenosti, nejednakost u prihodima između muškaraca i žena, regionalna razlike u stopi nezaposlenosti utječu na dodatne demografske pritiske i iseljavanje te vrši daljnji pritisak na tržište rada.⁹⁰ Stalno nadziranje demografskih čimbenika od izrazitog je značaja za poslovanje Grupe. Negativni demografski trendovi, osobito odlazak visoko obrazovanih radnika iz zemlje može povećati rizik od nedostatka kvalificirane radne snage koja je potrebna Grupi za obavljanje vrlo osjetljivih aktivnosti u diviziji Ekologije.

Tehnološki čimbenici

Udio izdataka za istraživanje i razvoj – R&D (eng. *Research and Development*) u zemljama Europske unije zadnjih desetak godina bilježi blage stope rasta, fluktuirajući na razinama od 2,08 % do 2,23 % BDP-a u 2019. godini, što je u prosjeku manje od ostalih glavnih svjetskih tržišta kao što su Japan, Kina i SAD. Prema podacima Eurostata, udio izdataka za R&D za Republiku Hrvatsku u 2019. godini iznosio je 1,11 s tendencijom rasta, ali i dalje manje od EU prosjeka. U usporedbi s zemljama u regiji, Republika Slovenija izdvaja oko 2,05 %, Republika Srbija 0,90 %, dok Bosna i Hercegovina samo 0,20 % BDP-a u istraživanje i razvoj.⁹¹

Prema Indeksu digitalnog gospodarstva i društva - DESI (eng. *The Digital Economy and Society Index*) za 2021., Republika Hrvatska je napredovala s 20 na 19. mjesto od ukupno 27 članica Europske unije. Iako je pomak stanja digitalizacije zadnjih godina vidljiv, rezultat je i dalje ispod EU prosjeka. Hrvatska poduzeća nastavila su iskorištavati mogućnosti koje nudi digitalna

⁸⁸ Eurostat (2020.), Population projections in the EU [e – publikacija], preuzeto s

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_projections_in_the_EU

⁸⁹ The World Bank (2020.), Unemployment, total (% of total labour force) (modelde ILO estimate) – Croatia , Serbia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina, Montenegro [podatkovni dokument], preuzeto s

<https://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?end=2020&locations=HR-RS-SI-BA-ME&start=2008>

⁹⁰ Vlada Republike Hrvatske (2021.), Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine [e – publikacija], preuzeto s <http://www.rera.hr/upload/stranice/2021/03/2021-03-10/18/nacionalnarazvojnastrategijarhdo2030godine.pdf>

⁹¹ Eurostat (2021.), R & D expenditure, [e – publikacija], preuzeto s https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=R_%26_D_expenditure#Gross_domestic_expenditure_on_R.26D

tehnologija, osobito korištenjem internetske trgovine i sve većoj popularnosti korištenja elektroničkih računa. Uz zelenu tranziciju, digitalna tranzicija jedan je od strateških ciljeva Hrvatske razvoje strategije za razdoblje od 2021. do 2030. godine.⁹²

Iako tehnologija za sobom donosi najvećim dijelom pozitivne strane, jedna od njezinih nedostataka je sve veća izloženost privatnih i pravnih subjekata krađi informacija, podataka i imovine. Prema Acronisovom izvješću o kibernetičkim prijetnjama za 2021. godinu, mala i srednje velika poduzeća sve su više pod utjecajem kibernetičkih napada. Phishing napadi su sve brojniji, Eksfiltracija podataka nastavlja rasti, a radnici na daljinu i dalje su glavna meta.⁹³ Ulaganje u istraživanje i razvoj te digitalizacija jedni su od strateških čimbenika održivog razvoja CIAK Grupe. Grupa dugi niz godina svoju reputaciju temelji na razvoju CIAK Starter akumulatora koji su rezultat dugogodišnjih ulaganja u R&D. Pojava hibridnih i električnih automobila zahtjevati će dodatna ulaganja u razvoj sve snažnijih akumulatora i baterija za električne automobile. Također, digitalizacija i automatizacija operativnih aktivnosti te ulaganje u kibernetičku sigurnost predstavljati će dodatne izazove za Grupu u narednim godinama u cilju modernizacije i optimizacije troškova.

Ekološki čimbenici

Ekološka briga o okolišu jedna je od strateških ciljeva održivog razvoja svjetskih ekonomija pa tako i Republike Hrvatske. Prema Nacionalnoj razvojnoj strategiji, Republika Hrvatska do 2030. godine nastoji provesti zelenu tranziciju koja uključuje zaštitu prirodnih resursa, borbu protiv klimatskih promjena, energetska samodostatnost i čistu energiju. Republika Hrvatska se prema pokazateljima emisije stakleničkih plinova nalazi iznad prosjeka EU-a s razinom od 75,20 % emisije u 2018. godini ciljajući razinu od 65 % u 2030. Stopa recikliranja komunalnog otpada iznosi duplo manje od EU prosjeka s zabilježenom razinom od 25,30 % u 2018. očekujući da bi se stopa trebala podići na 55 % u 2030. godini. Udio obnovljivih izvora energije u bruto ukupnoj potrošnji energije nalazi ispod prosječne razine EU-a s razinom 28,02 % u 2018. godini s planiranim ciljem od 40 % u 2030. godini. Ciljanje razine prethodno spomenutih pokazatelja, osim za Republiku Hrvatsku od izrazitog su značaja i za CIAK Grupu. Zelena

⁹² Europska komisija (2021.), Indeks gospodarske i društvene digitalizacije (DESI) ZA 2021. Hrvatska [e – publikacija], preuzeto s [file:///C:/Users/Ante/Downloads/DESI_2021__Croatia_hr_1DRivxvhX4n3z1i4fcPHby5wHiw_80579%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Ante/Downloads/DESI_2021__Croatia_hr_1DRivxvhX4n3z1i4fcPHby5wHiw_80579%20(1).pdf)

⁹³ Lider (2021., 18. kolovoz), Kibernetički napadi u 2021. – Male i srednje velike tvrtke posebno su ugrožene, *Lider*, preuzeto s <https://lider.media/poslovna-scena/hrvatska/kiberneticki-napadi-u-2021-male-i-srednje-velike-tvrtke-posebno-su-ugrozene-138207>

tranzicija predstavljati će ogroman potencijal za daljnji rast obujma poslovanja u segmentu gospodarenja otpadom i širenja aktivnosti razvoja razvoj litij – ionskih baterija.

Pravni čimbenici

Prema Izvješću Svjetske banke „*Doing Business*“ efikasnosti upravljanja zakonodavnim i institucionalnim aktivnostima iz 2020. godine, Republika Hrvatska nalazi se na 51. mjestu, Republika Slovenija na 37, Republika Srbija na 44 te Bosna i Hercegovina na 90 mjestu. Iako je Republika Hrvatska od 2013. godine punopravna članica Europske unije i dalje postoje velika administrativna i birokratska ograničenja kod pokretanja posla, dobivanja građevinske dozvole te procesa dobivanja kredita.⁹⁴ Unatoč tome, Republika Hrvatska je u tome periodu uspješno provela brojne reforme, osobito u vidu poreznih rasterećenja. Od 01.01.2021. donesena je nova porezna reforma smanjenje koja primarno uključuje smanjenje poreznih stopa na dohodak i porez na dobit, povećanje minimalne bruto plaće te porezna oslobođenja PDV-a.⁹⁵ Djelatnosti postprodajnog tržišta rezervnih dijelova uglavnom je podložna općenitim zakonima, ali se u narednim godinama očekuje stroža regulacija zbog povećavanja svijesti o važnosti sigurnosti u prometu. S druge strane, djelatnost gospodarenja otpadom i Zakona o zaštiti okoliša te predstavlja od interesa za Republiku Hrvatsku. Za obavljanje takve djelatnosti potrebno je ishoditi potrebne dozvole od nadležnih tijela kao što su okolišne dozvole, dozvola za gospodarenje otpadom, dozvola za recikliranje opasnog otpada te dozvolu za posjedovanje visokokvalificiranog kadra.⁹⁶

4.4. Analiza industrije

4.4.1. Analiza životnog vijeka industrije

Temeljem analize pregleda tržišta, zaključak je da se IAM tržište danas nalazi u fazi rasta, osobito uslijed sve većeg rasta rabljenih automobila i potrebe za popravcima istih. Prema procjenama, europsko IAM tržište će do 2025. godine voditi žestoku borbu o zadržavanju udjela na postprodajnom tržištu s ovlaštenim kanalima. Ovlašteni proizvođači rezervnih dijelova imaju prednost kako se konkurencija povećava te olakšani pristup podacima, informacija i

⁹⁴ World Bank Group (2020.), *Doing Business 2020* [e – publikacija], preuzeto s <https://documents1.worldbank.org/curated/en/688761571934946384/pdf/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies.pdf>

⁹⁵ Knjigovodstveni servis Kagor (b.d.), Porezna reforma 2021. - promjene propisa u primjeni od 01.01.2021., preuzeto 16. studenog 2021. s <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/>

⁹⁶ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>., 103 -108.

novoj tehnologiji. To će im omogućiti rast od oko 3,5 % godišnje i zauzimanje oko 40 % tržišta do 2025. godine. S druge strane, IAM tržište bi trebalo usporiti svoju stopu rasta na oko 1 - 2 % godišnje u zemljama Europe s tendencijom daljnjeg usporavanja u drugoj polovici desetljeća. Republiku Hrvatsku zadnjih nekoliko godina prati trend snažnog rasta IAM tržišta, a budući se hrvatsko IAM tržište pretjerano ne razlikuju od europskog, također je suočeno sa sličnim trendovima u narednim godinama, odnosno očekuje rast tržišta po stopi između 1 - 2 % godišnje, dok u zemljama regije i manje.⁹⁷ Tržište Ekologije je danas u uzlaznoj fazi rasta te se očekuje da će se taj rast u narednim godinama nastaviti po većoj stopi nego prethodnih godina. Veliku pozornost, osobito u segmentu recikliranja baterija i akumulatora predstavljat će sve veća prisutnost hibridnih i električnih automobila koja poduzećima može biti prilika za daljnju diverzifikacije poslovnih aktivnosti, ali i prijetnja poduzećima ukoliko se ne prilagode aktualnim trendovima. Upravo je prema tome cilju, Grupa pokrenula proces izgradnje Centra za reciklažu litij – ionskih baterija.

4.4.2. Analiza usporedbom poduzeća u strateškoj grupi

Identifikacija konkurentskih poduzeća prvi je korak za kvalitativnu i kvantitativnu usporedbu poduzeća u strateškoj grupi. Budući da konkurentska poduzeća u svojim financijskim izvještajima ne dijele prihode od prodaje po segmentima poslovanja, daljnja analiza temeljit će se na analizi strateške grupe IAM divizije i divizije Ekologije prvenstveno obuhvatom konkurentskih poduzeća koja djeluju na području Republike Hrvatske kroz konsolidirana izvješća koja obuhvaćaju i ostvarene prihode u zemljama regije. Identifikacija divizije Ekologije temelji se prema podacima Fonda za zaštitu okoliša i energetske učinkovitost, dok identifikacija strateške grupe na individualnoj procjeni autora, budući da ne postoje javno objavljena Izvješća sektorske analize. Također, financijski pokazatelji izvedeni su prema izvještajima poduzeća preuzetih s Registra godišnjih financijskih izvještaja – FINA.

⁹⁷ Wass, A., Beck, M., Herzberg, R., Hauser, J., Schlehuber, F., Wolk, A. Nikolić, Z. (2021.), *At the Crossroads: The European Aftermarket in 2030* [e - publikacija], preuzeto s <https://web-assets.bcg.com/36/39/e80d073a4067bfe89c7482d6db69/the-european-aftermarket-in-2030.pdf>, str. 17 - 18.

Slika 1.: Prikaz temeljnih ekonomskih pokazatelja i tržišnih udjela strateške Grupe

Ekonomski pokazatelji i tržišni udjeli strateške grupe	Poslovni prihodi u 2016.	Poslovni prihodi u 2017.	Poslovni prihodi u 2018.	Poslovni prihodi u 2019.	Poslovni prihodi u 2020.	RP 2020./19	RP 2020./16	Rel. zaduženost	Tekući odnos	Neto profitna marža	EBITDA marža (u %)
Tokić d.o.o. (Grupa)	466.149	518.196	555.521	607.547	842.615	38,69%	80,76%	1,61	1,47	1,98%	6,03%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	19,94%	19,12%	18,03%	19,05%	24,09%	-	-	-	-	-	-
CIAK Grupa d.d. (IAM)	443.004	656.144	772.316	829.077	809.994	-2,30%	82,84%	1,17	2,28	2,75%	8,28%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	18,95%	24,21%	25,06%	26,00%	23,16%	-	-	-	-	-	-
Intercars Hrvatska d.o.o. (Grupa)	396.769	497.067	649.192	647.174	692.488	7,00%	74,53%	5,47	1,11	1,57%	3,53%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	16,98%	18,34%	21,07%	20,29%	19,80%	-	-	-	-	-	-
Anet d.o.o.	40.002	43.239	59.434	72.027	77.455	7,54%	93,63%	3,68	1,22	1,41%	2,41%
Feros d.o.o.	65.998	69.213	73.009	75.897	72.284	-4,76%	9,52%	0,57	1,98	4,05%	7,90%
Skuba Hrvatska d.o.o.	22.668	34.506	46.533	51.314	55.084	7,35%	143,00%	11,93	0,98	0,04%	1,15%
MB Auto d.o.o.	105.108	74.868	70.371	60.043	42.545	-29,14%	-59,52%	5,64	1,59	-14,60%	-10,02%
Varta Hrvatska d.o.o.	32.534	36.696	61.391	25.226	26.369	4,53%	-18,95%	0,77	1,17	1,10%	7,97%
Auto Krešo d.o.o.	192.952	116.281	38.008	38.088	25.496	-33,06%	-86,79%	9,46	2,22	-18,78	-15,92
Euroteil d.o.o.	7.368	13.520	19.624	23.166	24.231	4,60%	228,87%	2,18	1,56	1,39%	2,00%
Motor - Diht d.o.o.	25.296	24.905	24.981	23.425	22.119	-5,58%	-12,56%	0,86	2,2	2,60%	3,18%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	21,05%	15,25%	12,76%	11,58%	9,88%	-	-	-	-	-	-
UKUPNO IAM	1.797.849	2.084.636	2.370.381	2.452.985	2.690.681	9,69%	49,66%	2,18	1,56	1,41%	3,18%
UKUPNO IAM (Korekcija za 30 %)	2.337.202	2.710.026	3.081.494	3.188.879	3.497.884	-	-	-	-	-	-
Metis d.o.o. (CIOS Grupa)	199.143	233.741	217.220	226.765	267.850	18,12%	34,50%	0,44	1,72	7,60%	13,03%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	37,34%	38,47%	34,27%	36,60%	43,61%	-	-	-	-	-	-
CIAK d.o.o. (Ekologija)	136.256	166.302	185.969	166.587	142.159	-14,66%	4,33%	1,73	1,41	1,31%	5,40%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	25,55%	27,37%	29,34%	26,89%	23,14%	-	-	-	-	-	-
Univerzal d.o.o. Varaždin	86.813	102.121	109.992	93.203	91.387	-1,95%	5,27%	0,86	1,59	1,92%	20,31%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	16,28%	16,81%	17,35%	15,04%	14,88%	-	-	-	-	-	-
FLORA VTC d.o.o.	70.848	66.584	73.932	77.209	73.960	-4,21%	4,39%	4,28	0,98	0,10%	4,30%
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	13,28%	10,96%	11,66%	12,46%	12,04%	-	-	-	-	-	-
Friš d.o.o.	13.030	20.252	18.023	27.987	20.915	-25,27%	60,51%	2,96	4,79	11,69%	19,75%
Odlagalište sirovina d.o.o.	23.748	14.236	24.915	23.748	14.236	-40,05%	-40,05%	0,58	0,38	-1,75%	4,12%
STR Akumulator d.o.o.	3.496	4.384	3.852	4.102	3.736	-8,92%	6,86%	-	-	-	-
<i>Udio u strateškoj Grupi (%)</i>	7,55%	6,40%	7,38%	9,01%	6,33%	-	-	-	-	-	-
UKUPNO EKOLOGIJA	533.334	607.620	633.903	619.601	614.243	-0,86%	15,17%	1,30	1,50	1,62%	9,22%

Izvor: Izrada autora

Prema Slici 1., najveće konsolidirane prihode u strateškoj grupi IAM divizije u 2020. godini ostvaruje Tokić Grupa kao jedno od vodećih regionalnih distributera auto dijelova i popratne opreme, koji godinama ulaže u tehnološki razvoj i digitalnu transformaciju poslovnih procesa. Njihovom implementacijom nastali su Tokić brendovi TQ, Hector i Atom, a u suradnji s Gideon Brothersom autonomni industrijski robot u cilju olakšavanja logističko – distributivnih procesa. Društvo je u 2020. godini ostvario poslovni prihod od 644,8 milijuna kuna, što predstavlja rast od 4,8 %, a ako tome pridodamo i prihode akviziranog Bartoga konsolidirani poslovni prihodi iznose 842,6 milijuna kuna, odnosno rast od 38,7 % u odnosu na 2019. godinu s stabilnim financijskim pokazateljima poslovanja.⁹⁸ Inter Cars S.A. je poljski gigant u distribuciji rezervnih dijelova i popratne oprema na postprodajnom tržištu automobilske industrije. Danas broji preko 18 članova iz isto toliko zemalja u Europi, a od 2005. godine taj

⁹⁸ Tokić d.o.o. i ovisna društva (2021.), *Godišnje izvješće Društva i konsolidirano godišnje izvješće Grupe za godinu koja je završila 31. prosinca 2020.* [e -publikacija], preuzeto s https://sudreg.pravosuđe.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:080313914

status dobiva i podružnica u Republici Hrvatskoj.⁹⁹ Prihodi u 2020 godini iznose 692.488 milijuna kuna, što predstavlja rast za 7 % u odnosu na 2019. godinu. Iako ostvaruje stabilne prihode, njihova relativna zaduženost je izrazito visoka, što može predstavljati probleme prilikom otplate dospjelih obveza i potrebe za novim financiranjem. Budući da ne posjeduju dovoljnu kapitalnu moć da budu konkurentni trima liderima tržišta, ostala poduzeća ostvaruju zanemarive prihode te su se uglavnom fokusirala za pojedini segment poslovanja koristeći različite kanale distribucije od veleprodaje, maloprodaje ili e-trgovine. Međutim treba izdvojiti Anet d.o.o, člana velike slovenske grupacije GMT te Euroteil d.o.o., koje bilježi značajan rast prihoda u odnosu na 2016. godinu. Također, Feros d.o.o i Skuba Hrvatska kao jedni od predvodnika u prodaji rezervnih dijelova za teretna vozila godinama bilježe stabilne pokazatelje poslovanja. Jedan od najvećih gubitnika na IAM tržištu je MB Auto d.o.o. te poduzeće Auto Krešo d.o.o. koje je u odnosu na 2016. godinu izgubilo oko 87 % prihoda te završilo u stečajnom postupku.

Uz ovisno društvo CIAK d.o.o., Metis d.o.o. kao članica CIOS Grupe predvodnik u segmentima sakupljanja, zbrinjavanju i reciklaži akumulatora, baterija i ostalog opasnog otpada. Poduzeće ima rasprostranjenu logističku mrežu sa skladišnim prostorima u Rijeci, Kukljanovu, Puli, Ogulinu i Otočcu. Danas broje 187 zaposlenika i u suradnji s preko 1800 klijenata ostvaruju prihode od 267.850 tisuća i u odnosu na 2016. godinu bilježe rast za 34,50 %.¹⁰⁰ Osim toga, ostali pokazatelji poslovanja su na iznadprosječnim razinama što ga svrstava u tržišnog lidera u diviziji Ekologije. Osim Metisa, značajan dio prihoda u strateškoj grupi ostvaruju i varaždinski Univerzal te virovitička FLORA VTC. Križevački Friš d.o.o. je poduzeće koje je ostvarilo najveći petogodišnji rast prihoda, Odlagalište sirovina d.o.o. godinama bilježi pad poslovne aktivnosti, dok poduzeće STR Akumulatori d.o.o. ostvaruju gotovo zanemarive prihode u usporedbi sa strateškom grupom.

Promatrajući ukupne prihode 11 poduzeća, veličina strateške Grupe IAM divizije u 2020. godini iznosi 2.691 milijuna kuna. Uz korekciju od 30 %¹⁰¹ iznos se povećava na 3.498 milijuna kuna, što predstavlja rast za 49,66 % u odnosu na 2016. godinu. Čitav period promatranja obilježen je rastom tržišnih udjela najvećim dijelom prethodno spomenutih leaderskih poduzeća. IAM tržište kroz čitav period promatranja karakterizira visoka tržišna koncentracija.

⁹⁹ Inter Cars (b.d.), O nama, preuzeto 20.studenog 2021. s <https://intercars.hr/hr/o-nama/>

¹⁰⁰ Metis d.d., Kukljanovo (2021.), *Godišnje izvješće za godinu završenu 31. prosinca 2020. godine zajedno s Izvješćem neovisnog revizora* [e -publikacija], preuzeto s https://sudreg.pravosuđe.hr/registar/?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:040023360

¹⁰¹ Korekcija je određena individualno od strane autora u cilju obuhvatnije analize

Promatrajući konsolidiranu razinu od 2016. do 2019. godine, CIAK Grupa zauzimala je najveći tržišni udio, a u u 2020. godini preuzimanjem slovenskog Bartoga, Tokić Grupa se pozicionirala kao tržišni lider kojem pripada 24,09 % tržišta, odnosno CIAK Grupi 23,57 %, a Inter Carsu 19,80 %.

Strateška Grupa divizije Ekologije u 2020. godini iznosi 614.243 tisuće kuna, a iako je rast u 2020. godini usporen pod djelovanjem gospodarske krize, u odnosu na 2016. godine ostvaren je rast za 15,17 %. Najveći rast zabilježio je Metis, čiji tržišni udio u 2020. godini iznosi 43,61 % te ovisno poduzeće CIAK d.o.o. s 23,14 %.

Prema Prospektu izdanja i uvrštenja, Grupa je temeljem podataka AD International *IAM Data Warehouse*, procijenila tržišne udjele. godinu po segmentima poslovanja i tržištima na kojima djeluje. Ako se usporede podaci s dobivenim podacima prethodne analize, vidljivo je da uz blaga odstupanja Grupa zauzima visoke tržišne udjele u gotovo svim segmentima poslovanja.

Tablica 4.: Pregled tržišne koncentracije Grupe u 2019. godini po pojedinim segmentima i tržištima

	RH	BIH	SRB	SLO	Izvozna tržišta
<i>Auto dijelovi</i>	17 %	0 %	0 %	0 %	< 1 %
<i>Teretni program</i>	18 %	5 %	4 %	5 %	< 1 %
<i>Akumulatori, ulja i sl.</i>	21 %	15 %	19 %	< 5 %	< 1 %
<i>Veleprodaja</i>	< 5 %	0 %	0 %	0 %	0 %
<i>Ekologija</i>	30 %	53 %	14 %	5 %	< 1 %

Izvor: Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište - CIAK Grupa* [e - publikacija]

4.4.3. Porterov model pet sila

Suparništvo među postojećim konkurentima

IAM tržište odlikuje visoka koncentracija te konsolidacija osobito na području Republike Hrvatske. Takva struktura omogućava uz snažni rast tržišta posljednjih godina, priliku za međusobnu suradnju i sinergijski rast bez pretjeranog vođenja sukoba oko tržišnog udjela. Strateška suradnja s poznatim svjetskim proizvođačima i dobavljačima, omogućava im širok portfelj proizvoda, a ulaganjem u razvoj vlastitog brenda raste njihova diferenciranost i kvaliteta postojećih i novih proizvoda. Iako u jednom pogledu ostvaruju ekonomiju razmjera, takva visoka kapitalna ulaganja u materijalnu imovinu uz očekivani sporiji rast industrije u zemljama Jugoistočne Europe, može uzrokovati poremećaj između ponude i potražnje i dovesti do pojačanog cjenovnog nadmetanja. Uz to važno je napomenuti da Grupa iznimno intersegmentalno povezana, što onemogućava lagan izlazak iz industrije. Sličan zaključak veže

se i za tržište Ekologije, ali kod nje je intenzitet izraženiji u slučaju pada cijene olova. Zaključak je da trenutni intenzitet među etabliranim poduzećima nizak, ali logičan slijed bi bio da će doći do njenog povećanja.

Snaga promjene pregovaračke moći kupaca

Kupci na IAM tržištu su u velikoj mjeri pravne osobe i manji obrti od kojih najveći postotak predstavljaju centri za servisiranje, mehaničarske radnje te manji prekupci koji robu uglavnom nabavljaju preko maloprodajnih poslovnica i web – trgovine. Određeni postotak od prodaje ostvaruje i putem veleprodaje u suradnji s velikim trgovačkim lancima stvarajući odnos pouzdanog i ozbiljnog partnera kroz višegodišnje sklopljene i ekskluzivne ugovore.¹⁰² Prema tome, povijesno duga kapitalna moć pregovaranja, velika konsolidiranost tržišta te visoka proizvodna diferenciranost uz unaprijed određene prodajne uvjete smanjuje pregovaračku moć kupaca. S druge strane ne smije se zanemariti jedan od ključnih čimbenika ove sile predstavljen kroz indiferentnost kupaca s obzirom na osjetljivost cijene. Na tržištu Ekologije postoji tek nekoliko strateških dobavljača sirovina kao što je CIAK, a kupci ovise o njihovim sirovinama te samim time slabi njihova pregovaračka moć pregovaranja. Budući da CIAK otkupljuje od tih istih kupaca sirovina gotove akumulatore isti zaključak se može uzeti i za veću pregovaračku moć dobavljača. S obzirom da se njihova suradnja temelji na višegodišnjim ekskluzivnim ugovorima na kojima je ujedno i nastao CIAK brend akumulator, može se iznijeti zaključak da je njihova snaga ravnotežna.

Snaga promjene pregovaračke moći dobavljača

Grupa je kroz dugi niz godina na IAM tržištu razvila dugogodišnje partnerske odnose sa dobavljačima s kojima ima značajne ekskluzivne ugovore o nabavi robe. S obzirom da je Grupa jedan od tržišnih lidera i nabavlja velike količine robe, logika bi rekla da se mogu izboriti za bolje pregovore i time oslabiti pregovaračku moć dobavljača. S druge strane u kontekst treba staviti i trošak promjene tih istih dobavljača. Naime, u suradnji sa strateškim dobavljačima Grupa je dugi niz godina gradila prepoznatljiv imidž i reputaciju kvalitetnim i cjenovno dostupnim proizvodima. Budući da Grupa na IAM tržištu osim brenda CIAK ne posjeduje vlastiti proizvodni asortiman već se najvećim dijelom bavi preprodajom robe, promjena

¹⁰² Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 74.

dobavljača može naškoditi strategiji diferencijacije i povećati troškove čime se povećava snaga pregovaračke moći dobavljača.

Opasnost od ulaska supstituta

Glavna opasnost trenutačnim dizelskim i motornim vozilima automobilske industriji veže se za pojavu supstituta kao što su hibridni, električni i autonomni automobili čija je glavna jednostavno održavanje i niski troškovi zamjene i servisiranja s obzirom na automobile na motorni pogon. Također u obzir se trebaju uzeti i alternativna dobra kao što su bicikli, javni prijevoz, taksiji, dijeljenje automobila (eng. *Car Sharing*) koji mogu biti cjenovno i troškovno isplativi. Na tržištu Ekologije, trenutačno glavni supstitut usko je povezan s razvojem električnih automobila. Litij – ionske baterije predstavljaju novu paradigmu na tržištu recikliranja akumulatora i baterija. Prema tome opasnost od ulaska supstituta je visoka.

Opasnost od ulaska novih konkurenata

Budući da se nekoliko velikih poduzeća uz CIAK Grupu etabliralo na primarnom tržištu na Republike Hrvatske s razvijenom logističkom i distributivnom mrežom, ekskluzivnim ugovorima s dobavljačima te prepoznatljivim brendom kod kupaca, inicijalni troškovi ulaska na tržište predstavljaju barijeru ulaska nove konkurencije. Također jedna od ulaznih barijera predstavljaju akvizicije kao jedna od glavnih strategija jačanja tržišne pozicije etabliranih poduzeća. U diviziji Ekologije, postoji nekoliko etabliranih poduzeća koji imaju izrazito dobru pokrivenost u Republici Hrvatskoj i regiji, a fiksni troškovi su izrazito visoki jer zahtijevaju veliku količinu kapitalnih investicija u materijalnu imovinu strojeva. Također, rigorozni zakonski i regulatorni okviri recikliranja i gospodarenja otpadom onemogućuje brzu prilagodbu na takvom tržištu i smanjuje mogućnost njihovog ulaska na tržište. Opasnost od ulaska novih konkurenata u obje divizije okarakterizirana je kao niska.

4.5. Analiza poduzeća

4.5.1. Analiza poslovnog svjetonazora i ciljeva

Grupa svoje poslovne planove i ciljeve za naredna razdoblja donosi posebno za djelatnost trgovine na IAM tržištu te posebno za diviziju Ekologije u skladu s makroekonomskom situacijom, industrijskoj atraktivnosti i trenutnom situacijom unutar. Neki od strateških ciljeva Grupe u narednim godinama predstavljati će: Daljnja regionalna širenja već spomenutim akvizicijama, intenzivnije kapitalno ulaganje, unapređivanje postojećeg i uvođenje novih

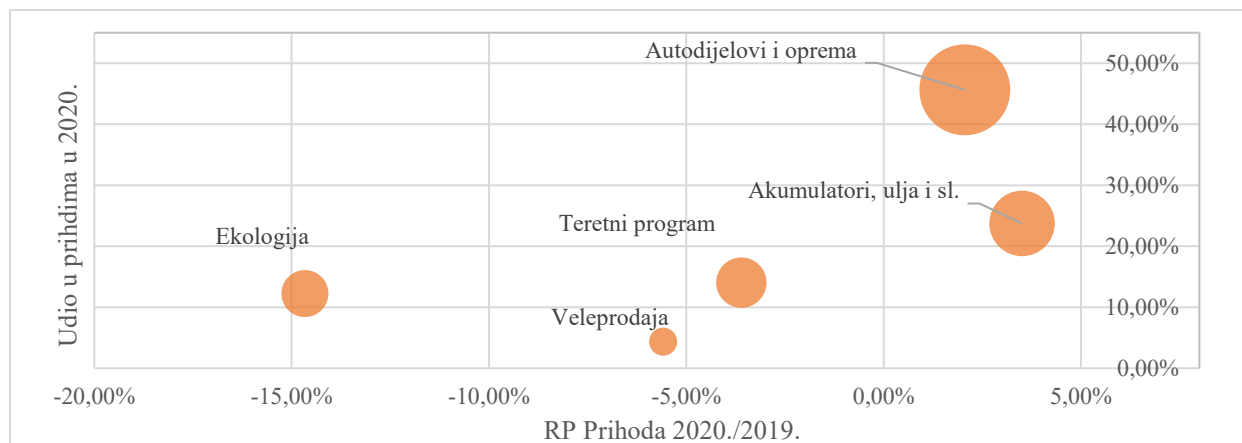
proizvoda, širenje mreže recikliranja na litij – ionske baterije, digitalizacija i optimizacija poslovnih procesa.

4.5.2. Analiza konkurentske strategije poduzeća

Analiza strategijskih poslovnih jedinica

Strategijske poslovne jedinice Grupe predstavljaju segmenti poslovanja IAM divizije i divizije Ekologije. Veličina i karakteristike divizija, odnosno segmenata poslovanja Grupe, detaljnije su objašnjeni u poglavlju 4.2.1. Grafikonom 9. prikazana je cjelokupna veličina strategijskih poslovnih jedinica Grupe prema udjelu u ukupnim prihodima i relativnoj promjeni rasta/pada prihoda u 2020. godini na tržištu Republike Hrvatske i regije.

Grafikon 9.: Usporedba strategijskih poslovnih jedinica prema relativnoj promjeni prihoda i udjelu u prihodima u 2020. godini

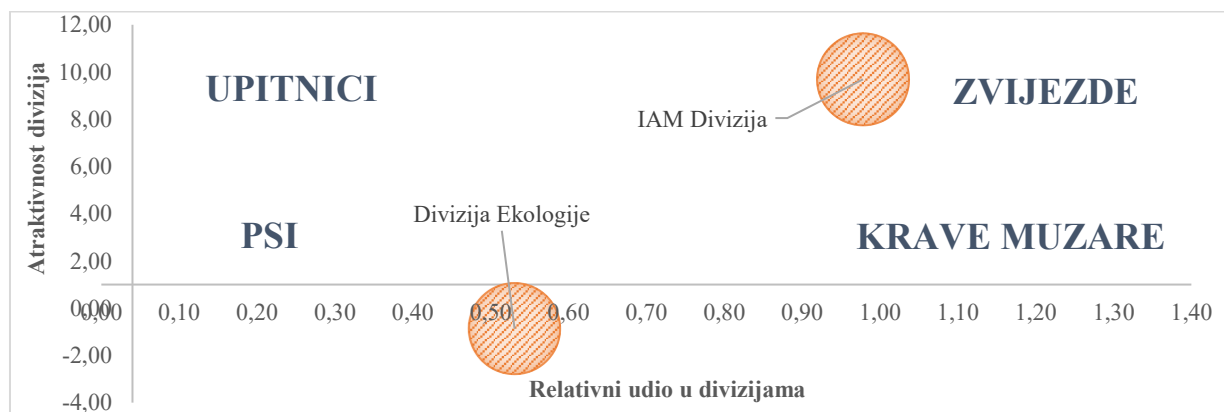


Izvor: CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće* [e – publikacija]

BCG Matrica

Strateške poslovne jedinice u BCG modelu predstavljat će divizije, odnosno IAM divizija te divizija Ekologije određene relativnim udjelom u divizijama i atraktivnosti, odnosno stopom rasta pojedine divizije. Na temelju prethodne analize očekuje se da će CIAK u narednim godinama vratiti vodeću tržišnu poziciju i postati još izraženiji primjer „zvijezda“. U slučaju da dođe do pada atraktivnosti tržišta zbog pada industrijske stope rasta, eventualni zaokret bio bi prema „kravama muzarama“. S druge strane tržište Ekologije bilježi pad stope tržišnog rasta zadnje dvije godine čemu je najvećim dijelom pridonio negativan trend kretanja cijene olova. Uslijed snažnog investicijskog ciklusa, širenjem obujma poslovanja na recikliranje litij – ionskih baterija uz pozitivno kretanje cijene olova na tržištu posljednjih godinu dana, očekuje se rast atraktivnosti tržišta i tržišnog udjela Grupe te zaokret prema „kravama muzarama“

Grafikon 10.: BCG matrica



Izvor: Izrada autora

Analiza lanca vrijednosti

Primarne aktivnosti

1) Ulazna logistika

Grupa svoju ulaznu logistiku temelji na nabavi sirovina, polugotovih i gotovih proizvoda na postprodajnom tržištu u suradnji s nekoliko strateških proizvođača i dobavljača koji proizvode dostavljaju vlastitom ili vanjskom dostavnom službom ovisno o politici pojedinog poduzeća. Osim toga, Grupa svoju ulaznu logistiku temelji na centraliziranoj suradnji nabave između ovisnih društva, prvenstveno u vidu nabave akumulatora i baterija. Takav model iziskuje velike kapacitete na kojem će se zalihe skladištiti. Stoga, Grupa posjeduje centralno skladište u Stupniku te brojne skladišne centre diljem Hrvatske i regije iz kojih se roba distribuira velikim kupcima i u obližnje vlastite prodavaonice. Glavne ulazne sirovine u diviziji Ekologije predstavlja nabava potrošenih akumulatora i baterija te različitih otpadnih materijala kojim Grupa preradom dobiva gotove sirovine. Grupa kontinuirano radi na modernizaciji i širenju skladišnih kapaciteta, osobito u diviziji Ekologije, što je vidljivo i po CAPEX pokazatelju koji iz godine u godine raste.

2) Proizvodnja i izlazna logistika

Grupa u pravilu svoje temeljene poslovne aktivnosti s kojima generira najveći prihod temelji na preprodaji trgovačke robe, ali također jedna od djelatnosti je prerada potrošenih akumulatora u gotove sirovine, odnosno olovne ingote koji se poslije prodaju proizvođačima akumulatora te naknadno otkupljuju od istih. Grupa posjeduje vlastitu logističku mrežu za isporuku svojih

proizvoda do kupaca najvećim dijelom na području Republike Hrvatske, omogućujući brzu dostupnost proizvoda i usluga vlastitim voznim parkom s preko 220 dostavnih jedinica.¹⁰³

3) Prodaja i marketing

Prodaja se uglavnom odnosi na prodaju trgovačke robe u maloprodaji rasprostranjenom mrežom poslovnica i u veleprodaji B2B pristupom (eng. *Business to business*) pristupom putem online kataloga za partnere koji trguju na veliko. Također, prodaja se odvija i putem web – trgovine koja redovito nudi razne promotivne aktivnosti i popuste, a dostupna je na službenim stranicama ovisnih društava. Grupa veliku pozornost posvećuje marketingu i svim oblicima oglašavanja i promoviranja svojih proizvoda. Danas Grupa koristi najsuvremenije marketinške metode koje izazivaju emocionalnu reakciju kupaca, a izdvajaju se kampanje s „kaznama“ za parkiranje, koje su zapravo predstavljale zimske popuste u CIAK Auto poslovnica. zabavna reklama Star Wars-a te sponzorstvo utrke ubrzanja Brzi i žestoki. Početkom 2020. godine ovisna društva svojim korisnicima dostupna su i putem Whats App-a i Viber-a s ciljem bržeg protoka informacija uslijed COVID -19 pandemije. CIAK Auto je prvo poduzeće u Hrvatskoj na tržištu distribucije rezervnih auto dijelova i opreme uveo program vjernosti i kartice pogodnosti.¹⁰⁴

4) Servis

Grupa prilikom prodaje svojih proizvoda nudi i mogućnost primjedbi, žalbi i reklamacije istih putem vlastite mrežne stranice i društvenih mreža ili direktno u prodavaonicama. Na stranicama glavnih ovisnih društava nalazi se reklamacijski zapisnik koji kupcima omogućava brzo podnošenje primjedbe, odgovor te moguću reklamaciju proizvoda u najkraćem mogućem roku. Grupa u suradnji s proizvođačima, dobavljačima i stručnim osobljem konstantno radi na smanjenju postotka pogrešaka i kvarova proizvoda kako bi zadržali kvalitetu i reputaciju i ostvarili svoj temeljni cilj, a to je zadovoljstvo kupaca.¹⁰⁵

Sekundarne aktivnosti

1) Upravljanje ljudskim resursima

Jedna od ključnih aktivnosti kojoj je Grupa posvećena u cilju stvaranja ugodne radne atmosfere u modernom i dinamičnom okruženju je Upravljanje ljudskim resursima. CIAK Grupa svoj uspjeh temelji na timskoj suradnji u kombinaciji s iskusnim i mladim kadrom spremnog na intenzivan razvoj i učenje.¹⁰⁶ Grupa iz godine u godinu ulaže u razvoj i unapređenje postojećeg

¹⁰³ *Ibid.* str. 74.

¹⁰⁴ CIAK Auto d.o.o. (b.d.), preuzeto 24. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/>

¹⁰⁵ CIAK Auto d.o.o. (b.d.), Reklamacije, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/reklamacije/>

¹⁰⁶ CIAK Grupa d.d. (b.d.), CIAK team, preuzeto 25. studenog 2021. s <https://ciak.hr/ciak-team/>

te zapošljavanja i regrutiranja novog kadra. Broj zaposlenika proporcionalan je veličini pojedinih strateških poslovnih jedinica te tržišta na kojem Grupa djeluje. Grupa je 2017. godine imala 1043 zaposlenika, a u 2020. godini 1296 s tendencijom daljnjeg rasta u 2021. godini s obzirom na veći obujam poslovanja i širenja na postojeća i nova tržišta. Također, Grupa iz godine u godinu povećava broj ugovora o radu na neodređeno, odnosno smanjuje udio ugovora o radu na određeno. Ekonomska kriza izazvana pandemijom COVID-19, uzrokovala je i šokove u operativnom radu i provedbi svakodnevnih aktivnosti. U skladu s time, primijenjen je model rada od kuće za značajnu skupinu zaposlenika. Grupa kontinuirano radi na educiranju i dokvalifikaciji svojih zaposlenika, osobito u diviziji Ekologije koja zahtjeva kvalificirane stručnjake različitih vještina i sposobnosti zbog visokog regulativnog okruženja koji uključuju specifične propise i zakone o održivom gospodarenju otpadom.¹⁰⁷

2) Tehnološki razvoj

Grupa kontinuirano ulaže u istraživanje i razvoj, a kao rezultat tome, Grupa je u suradnji s strateškim partnerima stvorila vlastitu liniju akumulatora CIAK Starter kao najsuvremenije rješenje za auto i gospodarska vozila. Također, Grupa kontinuirano radi na unapređenju optimizacije i digitalizacije poslovnih procesa u lancu vrijednosti koristeći najmodernija informatička i softverska rješenja u cilju efikasnijeg upravljanja skladišnim sustavom (eng. *Warehouse management system*).¹⁰⁸ Recikliranje i gospodarenje otpadom zahtjeva visoke standarde kvalitete, a novi obrasci poslovanja kao što je litij – ionske baterije zahtjeva ulaganja u infrastrukturu. Također u tu svrhu putem vlastitog laboratorija, Grupa pazi na kontrolu procesa i održavanja kvalitete uz pomoć kvalificiranih inženjera i tehnologa.¹⁰⁹

3) Nabava

Nabava Grupe ne predstavlja samo suradnju s dobavljačima, već je sve više uključena u planiranje, kontrolu i poslovnog procesa. Grupa svakodnevno naručivanje roba i planiranje zaliha temelji na temelju naprednih informatičkih programa koji ovisno o količini zaliha u skladištu i povijesnim serijama prodaje izračunava potrebnu količinu nove robe koju referenti nabave šalju dobavljačima putem raznih informatičkih sučelja.¹¹⁰

¹⁰⁷ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 41., 42., 104., 109., 119., 120.

¹⁰⁸ Teodora, Š. (2016.), *Prikaz i analiza centralnog skladišta tvrtke CIAK Auto d.o.o.*, završni rad, Sveučilište Sjever, Varaždin, str 14 – 18.

¹⁰⁹ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 82.

¹¹⁰ Teodora, Š. (2016.), *Prikaz i analiza centralnog skladišta tvrtke CIAK Auto d.o.o.*, završni rad, Sveučilište Sjever, Varaždin, str. 15

4) Infrastruktura

CIAK Grupa d.d. za upravljanje društvima glavno je odgovorno tijelo za upravljanje ovisnim društvima pri čemu strateški usmjerava, nadzire njihov rad te pruža administrativne i računovodstvene usluge.¹¹¹ Budući da je ovisno društvo CIAK Auto d.o.o. dio velike grupacije AD International, Grupa pomoću njega dobiva usluge podrške u obliku adekvatnih informacije te tehničke podrške u obliku treninga, savjeta i asistencija.¹¹² Također, značajnu podršku Grupi pruža i FIGIEFA, krovna udruga industrije auto dijelova koja nadzire i sudjeluje u razvoju europskog i međunarodnog zakonodavstva koje utječe na tržište automobilske industrije.¹¹³ Podršku Grupi pružaju i prethodno spomenuti informatički sustavi i softverska rješenja u cilju učinkovitijeg upravljanja čitavog lanca vrijednosti.

Analiza generičkih strategija

Pozicioniranjem u 6 različitih segmenata poslovanja i na 5 različitih tržišta diljem regije, Grupa je stvorila podlogu za visoki stupanj diferencijacije vlastitog portfelja. Uspješnim poslovanjem Grupa je izgradila snažan i prepoznatljiv brend koji se temelji na visokoj kvaliteti proizvoda i pristupačnoj cijeni za sve profile kupaca. Vođeni strategijom diferencijacije, Grupa je svoju temeljnu djelatnost kupnju i prodaju trgovačke robe razvrstala u više strategijskih poslovnih jedinica vođena od strane ovisnih društava koji međusobno dijele sirovine, robu i informacije. Takva organizacijska struktura omogućava Grupi da posveti pažnju svakom segmentu zasebno, stvarajući time veću dodanu vrijednost svojih proizvoda. Također, učinkovit lanac vrijednosti, te ekskluzivni strateški ugovori s dobavljačima visoke kvalitete formiraju konačnu cijenu proizvoda koja zadovoljava Grupu i kupce. Dugogodišnja posvećenost u izgradnji partnerskih odnosa s dobavljačima Grupa je postigla visok stupanj diferencijacije svog prodajnog portfelja nudeći svojim kupcima robu vrhunskih svjetskih proizvođača rezervnih dijelova i popratne opreme u svim segmentima poslovanja koji su potvrđeni brojnim certifikatima izvrsnosti od strane Bureau Veritas, globalnog lidera u ispitivanju, inspekciji i certifikaciji. Pa tako u svom prodajnom asortimanu Grupa nudi preko 1500 artikala rezervnih dijelova marki Bosch, Dayco, SKF, Valeo, Sachs, Swag, Textar, Valvoline, Castrol, Rowe, Varta, Sava, Lassa te brojni drugih svjetskih brendova. Osim što svojim kupcima nudi najkvalitetnije svjetske brandove, Grupa posjeduje vlastiti brend s kojim se profilirala na IAM tržištu. Ulaganjem u tehnološki razvoj

¹¹¹ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 52 – 56.

¹¹² CIAK Auto d.o.o. (b.d.), CIAK Grupa novi član AD Internationala, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/novosti/ciak-grupa-novi-clan-ad-adrie/>

¹¹³ CIAK Auto d.o.o. (b.d.), FIGIEFA radi za vas, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/novosti/figiefa-radi-za-vas/>

svojih proizvoda stvoren je CIAK Starter akumulator čija snaga odlikuje da ne zahtjeva nikakvo održavanje nakon prve ugradnje u vozilo. Danas Grupa putem ovisnog društva CIAK d.o.o. svojim kupcima nudi CIAK Starter akumulatore u auto i gospodarskom programu opremljene najsuvremenijom tehnologijom. Visok stupanj diferencijacije svojih CIAK Starter akumulatora, Grupa je uspjela ostvariti putem vlastitog kružnog sistema koji omogućava bržu i učinkovitiju alokaciju sirovina u proizvodnom procesu.¹¹⁴

4.5.3. Analiza fundamentalnih činitelja vrijednosti iz proteklih financijskih izvještaja

Analizom fundamentalnih činitelja vrijednosti prikazati će se financijsko poslovanje Grupe uvidom u vertikalnu i horizontalnu analizu bilance i računa dobiti i gubitka te analizu temeljnih financijskih pokazatelja poslovanja. Vertikalnom analizom uspoređuju se pozicije u odnosu na konstantne varijable aktive i pasive u Bilanci, odnosno ukupnih prihoda u Računu dobiti i gubitka. Horizontalnom analizom Bilance i Računa dobiti i gubitka računaju se relativne promjene svih pozicija zasebno pri čemu 2016. bazna godina, a ostale se godine uspoređuju sa njom. Analiza financijskih izvještaja, odnosno analiza Bilance i Računa dobiti temelji se na financijskim izvještajima za razdoblje od 2016. do 2020. godine.

Analiza bilance

Najveći udio aktive kroz čitavo razdoblje promatranja zauzima kratkotrajna imovina koja u 2020. godini čini 75,62 % ukupne imovine Grupe. Preostali udio predstavlja dugotrajna imovina s 23,11 %, dok neznatni dio sa približno 1% predstavljaju plaćeni troškovi budućeg razdoblja i obračunati prihodi. Udio dugotrajne imovine u ukupnoj imovini se kroz period promatranja smanjivao, dok je s druge strane udio kratkotrajne imovine rastao kao rezultat veće operativne likvidnosti. U strukturi pasive, najveći udio u 2020. godini imaju kapital i rezerve s udjelom od 45,92 % prvenstveno kao rezultat povećanja kapitalnih rezervi i reorganizacije. Dugoročne obveze u 2020. godini zauzimaju udio od 20,44 % s tendencijom opadanja tokom razdoblja promatranja kao posljedica pravovremenih otplaćivanja dugoročnih kredita od banaka. Kratkoročne obveze čine 33,20 % udjela u strukturi pasive te su do procesa dokapitalizacije bila najvažnija stavka izvora financiranja Grupe. U 2020. godini dolazi do snažnog opadanja

¹¹⁴ CIAK Starter (b.d.), Trakcijske baterije, preuzeto 01. prosinca 2021. s <https://ciak-starter.hr/ciak-traction/>

udjela kratkotrajnih obveza u ukupnoj pasivi prvenstveno zbog povećanja udjela kapitala i rezervi, ali i smanjenja obveza prema bankama i dobavljačima.¹¹⁵

Ukupna imovina je u petogodišnjem periodu promatranja zabilježila rast od 69,45 % te u 2020. godini iznosi 922.718 tisuća kuna. Rast imovine potaknut je prvenstveno zbog povećanja njezine najznačajnije stavke kratkotrajne imovine koja u 2020. godini iznosi 697.778 tisuća kuna i bilježi rast od 111,18 % u odnosu na 2016. godinu. Dugotrajna imovina u petogodišnjem periodu promatranja stagnira te u 2020. godini iznosi 213.270 tisuća kuna, odnosno bilježi rast za 1,46 % u odnosu na baznu 2016. godinu. U 2020. godini pasiva je iznosila 922.718 tisuća kuna, što predstavlja rast od 69,45 % u odnosu na 2016. godinu. Kapital i rezerve kao najznačajnija stavka pasive, rasla je kao odraz dokapitalizacije, a zasluga njenog rasta je povećanje temeljnog kapitala društva za 47,33 %, odnosno 63.455 tisuća kuna uplatama dioničara izdavanjem novih redovnih dionica. Također, istom transakcijom, ostvarena je kapitalna dobit na prodane emitirane dionice koja u 2020. godini iznosi 184.763 tisuće kuna. Grupa ima ne kontrolirajuće udjele koji proizlaze iz vlasničkog udjela u ovisnim društvima, ali njihova stavka u ukupnoj pasivi gotovo je pa zanemariva. Kratkoročne obveze su u 2020. godini iznosile 306.313 tisuća kuna i bilježe smanjenje za 2,95 % u odnosu na 2016. godinu. Obveze prema dobavljačima u periodu promatranja povećale su se za 41,31 %, ali u 2020. godini smanjile su se za 11,75 % u odnosu na 2019. godinu. S druge strane, kratkoročni krediti i zajmovi kod banaka smanjili su se za 26,30 % u odnosu na 2016. godinu kao rezultat sve manjeg zaduživanja i redovnog podmirivanja obveza. Dugoročne obveze u 2020. godini iznose 188.645 tisuće kuna, te bilježe rast za 40,73 % u odnosu na 2016. godinu kao rezultat povećanja obveza za kredite i zajmove kod banaka zbog širenja obujma poslovanja.¹¹⁶ Razlozi opadanja odnose se na poboljšanje operativnog tijeka novca kroz unapređenje stavki radnog kapitala te korištenja državnih mjera odgode plaćanja poreznih obveza u razdoblju trajanja COVID – 19 pandemije.

¹¹⁵ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>

¹¹⁶ CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće* [e – publikacija], preuzeto s [CIAK Grupa godisnje izvjesce 2020.pdf \(ciakgrupa.hr\)](https://www.ciakgrupa.hr/files/godisnje-izvjesce-2020.pdf), str. 78 -90.

Slika 2.: Vertikalna i horizontalna analiza bilance za razdoblje od 2016. do 2020. godine

(u tisućama HRK)	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	Udio 2016.	Udio 2017.	Udio 2018.	Udio 2019.	Udio 2020.	Relativna promjena 2017./16.	Relativna promjena 2018./17.	Relativna promjena 2019./18.	Relativna promjena 2020./19.	Relativna promjena 2020./16.
DUGOTRAJNA IMOVINA	210.200	204.327	214.382	213.390	213.270	38,60%	31,78%	30,74%	29,56%	23,11%	-2,79%	4,92%	-0,46%	-0,06%	1,46%
<i>Nematerijalna imovina</i>	73.594	5.815	5.390	5.183	6.238	13,52%	0,90%	0,77%	0,72%	0,68%	-92,10%	-7,31%	-3,84%	20,36%	-91,52%
<i>Materijalna imovina</i>	131.012	184.465	194.461	201.848	202.466	24,06%	28,69%	27,88%	27,96%	21,94%	40,80%	5,42%	3,80%	0,31%	54,54%
<i>Potraživanja</i>	286	2.493	0	0	1.380	0,05%	0,39%	0,00%	0,00%	0,15%	771,68%	-100,00%	0,00%	0,00%	382,52%
<i>Financijska imovina</i>	5.308	5.734	8.711	539	491	0,97%	0,89%	1,25%	0,07%	0,05%	8,03%	51,92%	-93,81%	-8,91%	-90,75%
<i>Odgodena porezna imovina</i>	0	5.820	5.820	5.820	2.695	0,00%	0,91%	0,83%	0,81%	0,29%	0,00%	0,00%	0,00%	-53,69%	0,00%
KRA TKOTRAJNA IMOVINA	330.422	438.589	483.042	508.474	697.778	60,68%	68,22%	69,26%	70,44%	75,62%	32,74%	10,14%	5,26%	37,23%	111,18%
<i>Zalihe</i>	176.488	259.589	265.229	286.901	319.329	32,41%	40,38%	38,03%	39,74%	34,61%	47,09%	2,17%	8,17%	11,30%	80,94%
<i>Potraživanja</i>	138.455	161.550	191.381	181.882	166.676	25,43%	25,13%	27,44%	25,20%	18,06%	16,68%	18,47%	-4,96%	-8,36%	20,38%
<i>Financijska imovina</i>	2.779	2.550	4.099	4.746	12.376	0,51%	0,40%	0,59%	0,66%	1,34%	-8,24%	60,75%	15,78%	160,77%	345,34%
<i>Novac i novčani ekvivalenti</i>	12.700	14.900	22.333	34.945	199.397	2,33%	2,32%	3,20%	4,84%	21,61%	17,32%	49,89%	56,47%	470,60%	1470,06%
PLA ĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRA ĆUNATI PRIHODI	3.908	0	0	0	11.670	0,72%	0,00%	0,00%	0,00%	1,26%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	198,62%
UKUPNA AKTIVA	544.530	642.916	697.424	721.864	922.718	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	18,07%	8,48%	3,50%	27,82%	69,45%
KAPITAL I REZERVE	92.533	136.413	170.961	181.227	423.710	16,99%	21,22%	24,51%	25,11%	45,92%	47,42%	25,33%	6,00%	133,80%	357,90%
<i>Temeljeni kapital</i>	14.920	14.920	14.920	134.064	197.519	2,74%	2,32%	2,14%	18,57%	21,41%	0,00%	0,00%	798,55%	47,33%	1223,85%
<i>Kapitalne rezerve</i>	0	70.000	70.000	32.282	184.763	0,00%	10,89%	10,04%	4,47%	20,02%	0,00%	0,00%	-53,88%	472,34%	0,00%
<i>Zadržana dobit/priseni gubitak</i>	60.776	16.653	46.095	-18.254	11.152	11,16%	2,59%	6,61%	-2,53%	1,21%	-72,60%	176,80%	-139,60%	-161,09%	-81,65%
<i>Dobit/gubitak poslovne godine</i>	16.837	31.480	36.307	29.472	26.447	3,09%	4,90%	5,21%	4,08%	2,87%	86,97%	15,33%	-18,83%	-10,26%	57,08%
<i>Nekontrolirajući udjeli</i>	0	3.360	3.639	3.663	3.829	0,00%	0,52%	0,52%	0,51%	0,41%	0,00%	8,30%	0,66%	4,53%	0,00%
DUGOROČNE OBVEZE	134.047	215.173	189.003	192.450	188.645	24,62%	33,47%	27,10%	26,66%	20,44%	60,52%	-12,16%	1,82%	-1,98%	40,73%
<i>Kredit i zajmovi</i>	100.572	213.870	188.785	192.418	187.527	18,47%	33,27%	27,07%	26,66%	20,32%	112,65%	-11,73%	1,92%	-2,54%	86,46%
<i>Rezerviranja</i>	755	1.273	193	25	281	0,14%	0,20%	0,03%	0,00%	0,03%	68,61%	-84,84%	-87,05%	1024,00%	-62,78%
<i>Ostale dugoročne obveze</i>	32.710	0	0	0	820	6,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-97,49%
<i>Odgodena porezna imovina</i>	10	30	25	7	17	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	200,00%	-16,67%	-72,00%	142,86%	70,00%
KRA TKOROČNE OBVEZE	315.635	291.330	337.460	346.437	306.313	57,96%	45,31%	48,39%	47,99%	33,20%	-7,70%	15,83%	2,66%	-11,58%	-2,95%
<i>Obveze prema dobavljačima</i>	123.336	181.161	211.172	197.494	174.281	22,65%	28,18%	30,28%	27,36%	18,89%	46,88%	16,57%	-6,48%	-11,75%	41,31%
<i>Ostale obveze</i>	67.878	47.640	50.583	32.218	26.767	12,47%	7,41%	7,25%	4,46%	2,90%	-29,82%	6,18%	-36,31%	-16,92%	-60,57%
<i>Kredit i zajmovi</i>	108.080	58.563	73.550	88.179	79.656	19,85%	9,11%	10,55%	12,22%	8,63%	-45,82%	25,59%	19,89%	-9,67%	-26,30%
<i>Obveza za porez na dobit</i>	16.341	3.966	2.155	28.546	25.609	3,00%	0,62%	0,31%	3,95%	2,78%	-75,73%	-45,66%	1224,64%	-10,29%	56,72%
ODGOĐENO PLA ĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEG RAZDOBLJA	2.315	0	0	1.750	4.050	0,43%	0,00%	0,00%	0,24%	0,44%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	74,95%
UKUPNO OBVEZE	449.682	506.503	526.463	538.887	494.958	82,58%	78,78%	75,49%	74,65%	53,64%	12,64%	3,94%	2,36%	-8,15%	10,07%
UKUPNA PASIVA	544.530	642.916	697.424	721.864	922.718	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	18,07%	8,48%	3,50%	27,82%	69,45%

Izvor: Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

Analiza računa dobiti i gubitka

Poslovni prihodi su u periodu promatranja konstantno rasli s blagim smanjenjem u 2020. godini. Predstavljani su prihodima od prodaje trgovačke robe s 98,21 % ukupnih prihoda te ostalim

poslovnim prihodima koji su gotovo pa i zanemarivi. Poslovni rashodi prate proporcionalni rast prihoda i u 2020. čine 95,06 % ukupnih prihoda Grupe. Najvažnije stavke poslovnih rashoda predstavljaju materijalni troškovi, troškovi osoblja, amortizacija te ostali poslovni rashodi. Financijski prihodi čine 0,31 % ukupnih prihoda, dok financijski rashodi, odnosno rashodi od kamata za postojeće kredite 1,59 %. Ukupni rashodi predstavljaju približno isti udio kao i poslovni rashodi u ukupnim prihodima zbog gotovo zanemarive stavke financijskih rashoda. Grupa je u čitavom periodu promatranja ostvarila dobit prije te neto dobitak, s opadajućom stopom rasta u 2019. i 2020. godini. Dobit prije oporezivanja je u 2020. godine čini 3,36 %, ukupnih prihoda, a neto 2,73 % ukupnih prihoda Grupe. CIAK Grupa je u periodu promatranja od 2016. do 2020. ostvarila značajan rast ukupnih prihoda kao rezultat širenja obujma poslovanja. U promatranom razdoblju poslovni prihodi kao najvažnija stavka ukupnih prihoda bilježila je značajne stope rasta, izuzevši 2020. godinu kada je zbog izbijanja COVID – 19 pandemija, stopa rasta zabilježila pad od 3,45 % u odnosu na 2019. godinu. U 2020. godini iznosili su 966.498 tisuća, što predstavlja rast od 66,85% u odnosu na 2016. godinu. Takav rast, prvenstveno je rezultat rasta prihoda od prodaje ostvaren kod maloprodaje auto dijelova kao glavnog izvora prihoda Grupe s rastom od 72,15 % u odnosu na 2016. godinu. Poslovni rashodi u 2020. godini iznosili su 921.605 tisuća kuna, što predstavlja povećanje za 67,49 % u odnosu na 2016. godinu. Rast je uzrokovan prvenstveno rastom materijalnih troškova za 42,15 % zbog povećanja troškova prodane robe i povećanja troškova sirovina zbog većeg utroška u proizvodnji te povećanja cijene olova na londonskoj burzi metala. Troškovi radne snaga kao druge stavke po značajnosti porasli su za 144,03 % što je posljedica povećanja broja radnika povećanjem obujma poslovanja i povećanja bruto plaća u cijelom razdoblju. Također rastom materijalne imovine i većih kapitalnih ulaganja rasli su troškovi amortizacije i ostali rashodi, prvenstveno zbog rasta usluga transporta i špedicije.¹¹⁷ Bruto dobit od prodaje robe je u periodu promatranja porasla za 54,80 %. Također, porastao je neto financijski trošak kao rezultat blagog rasta financijskih rashoda nad financijskim prihodima. Dobit prije oporezivanja porasla je za 58,09 %, a neto dobit za 58,07 %. Uslijed gospodarskog oporavaka i provedenih akvizicija u 2021. godini, očekuje se daljnji pozitivan rast prihoda od prodaje te većim generiranjem bruto i neto dobiti.

¹¹⁷ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 97 – 98.

Slika 3.: Vertikalna i horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2016. do 2020. godine

(u tisućama HRK)	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	Udio 2016.	Udio 2017.	Udio 2018.	Udio 2019.	Udio 2020.	Relativna promjena 2017./16.	Relativna promjena 2018./17.	Relativna promjena 2019./18.	Relativna promjena 2020./19.	Relativna promjena 2020./16.
I. POSLOVNI PRIHODI	579.260	822.446	958.285	1.001.062	966.498	99,31%	98,80%	99,09%	99,70%	99,69%	41,98%	16,52%	4,46%	-3,45%	66,85%
<i>Prihodi od prodaje</i>	553.091	820.007	951.760	995.664	952.153	94,82%	98,51%	98,42%	99,17%	98,21%	48,26%	16,07%	4,61%	-4,37%	72,15%
<i>Ostali poslovni prihodi</i>	26.169	2.439	6.525	5.398	14.345	4,49%	0,29%	0,67%	0,54%	1,48%	-90,68%	167,53%	-17,27%	165,75%	-45,18%
II. POSLOVNI RASHODI	550.260	771.154	907.020	950.516	921.605	94,34%	92,64%	93,79%	94,67%	95,06%	40,14%	17,62%	4,80%	-3,04%	67,49%
<i>Materijalni troškovi</i>	462.561	567.170	672.102	682.517	659.492	79,30%	68,13%	69,50%	67,98%	68,02%	22,62%	18,50%	1,55%	-3,37%	42,57%
<i>Troškovi osoblja</i>	61.967	104.341	128.131	143.824	151.215	10,62%	12,53%	13,25%	14,32%	15,60%	68,38%	22,80%	12,25%	5,14%	144,03%
<i>Amortizacija</i>	11.169	25.175	31.156	34.342	35.146	1,91%	3,02%	3,22%	3,42%	3,63%	125,40%	23,76%	10,23%	2,34%	214,67%
<i>Ostali poslovni rashodi</i>	14.563	74.468	75.631	89.833	75.752	2,50%	8,95%	7,82%	8,95%	7,81%	411,35%	1,56%	18,78%	-15,67%	420,17%
III. DOBIT IZ POSLOVANJA	29.000	51.292	51.265	50.546	44.893	4,97%	6,16%	5,30%	5,03%	4,63%	76,87%	-0,05%	-1,40%	-11,18%	54,80%
III. FINANCIJSKI PRIHODI	4.017	9.994	8.801	2.965	3.018	0,69%	1,20%	0,91%	0,30%	0,31%	148,79%	-11,94%	-66,31%	1,79%	-24,87%
IV. FINANCIJSKI RASHODI	12.442	21.851	16.005	14.521	15.383	2,13%	2,62%	1,65%	1,45%	1,59%	75,62%	-26,75%	-9,27%	5,94%	23,64%
V. NETO FINANCIJSKI TROŠAK	8.425	11.857	7.204	11.556	12.365	1,44%	1,42%	0,74%	1,15%	1,28%	40,74%	-39,24%	60,41%	7,00%	46,77%
V. UKUPNI PRIHODI	583.277	832.440	967.086	1.004.027	969.516	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	42,72%	16,17%	3,82%	-3,44%	66,22%
VI. UKUPNI RASHODI	562.702	793.005	923.025	965.037	936.988	96,47%	95,26%	95,44%	96,12%	96,64%	40,93%	16,40%	4,55%	-2,91%	66,52%
VII. DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	20.575	39.435	44.061	38.990	32.528	3,53%	4,74%	4,56%	3,88%	3,36%	91,66%	11,73%	-11,51%	-16,57%	58,09%
VIII. POREZ NA DOBIT	3.737	7.954	7.753	9.456	5.913	0,64%	0,96%	0,80%	0,94%	0,61%	112,84%	-2,53%	21,97%	-37,47%	58,23%
IX. DOBIT RAZDOBLJA	16.838	31.481	36.308	29.534	26.615	2,89%	3,78%	3,75%	2,94%	2,75%	86,96%	15,33%	-18,66%	-9,88%	58,07%

Izvor: Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

Analiza financijskih pokazatelja

Pokazatelji zaduženosti

Grupa je u zadnjih 5 godina kontinuirano radila na smanjenju svoje zaduženosti. Aktivnim smanjivanjem ovisnosti o zaduživanju te povećavanjem vlastite glavnice dokapitalizacijom. Koeficijent vlastitog financiranja i relativna zaduženost je na stabilnim razinama oko 50 %, odnosno 46 % ukupne imovine financirano je vlastitim kapitalom, a 54 % zaduživanjem. Također, odnos duga i glavnice je kroz godine opadao a u 2020. godini njihov odnos je 1,17 i predstavlja stabilnu razinu uslijed potencijalnog daljnjeg zaduživanja i otplaćivanja dospjelih obveza. Pokriće kamatama su na stabilnim razinama, odnosno u 2020. godini kamate na dugove pokrivene su 2,92 puta zaradama prije kamata i oporezivanja. Također stupnjevi pokrića I i II kroz godine rastu. Dugotrajna imovina je pokrivena 1,99 puta vlastitim kapitalom, odnosno 2,87 puta kapitalom uvećanom za dugoročne obveze te prema tome značajan dio dugoročnih sredstava iskorišten je za financiranje kratkoročnih obveza.

Tablica 5.: Pokazatelji zaduženosti za razdoblje 2016. – 2020. godine

POKAZATELJI ZADUŽENOSTI	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Koeficijent vlastitog financiranja	0,17	0,21	0,25	0,25	0,46
Relativna zaduženost	0,83	0,79	0,75	0,75	0,54
Odnos duga i glavnice	4,86	3,71	3,08	2,97	1,17
Pokriće kamata	2,33	2,35	3,20	3,48	2,92
Stupanj pokrića I	0,44	0,67	0,80	0,85	1,99
Stupanj pokrića II.	1,08	1,72	1,68	1,75	2,87
Neto dug (u mil. HRK)	199,9	257,5	240	246	67,8

Izvor: Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

Pokazatelji likvidnosti

Grupa u čitavom periodu promatranja bilježi trend rasta svih pokazatelja likvidnosti koji se u 2020. godini nalaze na pozitivnim i stabilnim razinama. Radni kapital u 2020. godini iznosi 391,5 milijuna kuna. Iz toga proizlazi da su tekuće obveze pokrivene 2,28 puta tekućom imovinom, odnosno 1,24 puta tekućom imovinom bez zaliha, što ukazuje da su tekući i brzi odnos iznad preporučene granice od 2, odnosno 1. Prihvatljivi novčani odnos je u pravilu u rasponu vrijednosti između 0,1 - 0,3. Do 2019. godine razine su bile ispod očekivanih, ali u 2020. godini velikim priljevom novca i novčanih ekvivalenata pokazatelj raste na 0,65. Sve navedeno ukazuje da Grupa posjeduje sposobnost da podmiri svoje tekuće obveze tekućom imovinom, posjeduje visok stupanj likvidnosti te dovoljnu količinu gotovine za podmirenje svojih tekućih obveza u trenutku dospjeća naplate.

Tablica 6.: Pokazatelji likvidnosti za razdoblje 2016. – 2020. godine

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Tekući odnos	1,05	1,51	1,43	1,47	2,28
Brzi odnos	0,49	0,61	0,65	0,64	1,24
Novčani odnos	0,04	0,05	0,07	0,10	0,65
Radni kapital (u mil. HRK)	14,8	147,3	145,6	162	391,5

Izvor: Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

Pokazatelji aktivnosti

Vidljivo je da su pokazatelji aktivnosti na pozitivnim i relativno stabilnim razinama cirkulacije imovine s blagim oscilacijama u pojedinim godinama. Koeficijent obrtaja zaliha u 2020. godini iznosi 3,03, odnosno njeni dani vezivanja iznose oko 122 dana. Koeficijent potraživanja u godinama raste a kao rezultat toga poduzeće smanjuje prosječno vrijeme naplate potraživanja sa 96 dana u 2016. na 64 u 2020. godini. Koeficijent obrtaja obveza prema dobavljačima je na

visokim razinama, odnosno Grupi treba u prosjeku oko 67 dana da podmiri svoje obveze. Iako su na nižim razinama, koeficijenti obrtaja ukupna i tekuća imovine su i dalje na stabilnim razinama, izuzevši dugotrajnu imovinu čiji je pokazatelj izrazito visok i raste.

Tablica 7.: Pokazatelji aktivnosti za razdoblje 2016. – 2020. godine

POKAZATELJI AKTIVNOSTI	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
KO Zaliha	3,13	3,16	3,59	3,47	2,98
KO potraživanja	3,99	5,08	4,97	5,47	5,71
KO obveza prema dobavljačima	4,48	4,53	4,51	5,04	5,46
KO ukupne imovine	1,02	1,28	1,36	1,38	1,03
Prosječno vrijeme naplate potraživanja	91	72	73	67	64
Dani vezivanja zaliha	116	116	102	105	122
Dani vezivanja obveza prema dobavljačima	81	81	81	72	67

Izvor: Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

Pokazatelji profitabilnosti

Bruto i neto profitna marža se u razdoblju je pozitivna i kreće se uglavnom na sličnim razinama kroz godine promatranja, ovisno o obujmu prodaje troškovima, prodajnim cijenama i kamatnim. EBITDA marža blago raste i nešto je veća od bruto profitne marže kao rezultat pribrajanja amortizacije. Kako Grupa zadnjih nekoliko godina bilježi snažan rast vlastitog kapitala i imovine osobito u 2020. godini, profitabilnosti vlasničke glavnice i ukupne imovine opadaju. Generalno, Pokazatelji profitabilnost su na umjereno pozitivnim razinama, s najvećom zabilježenom razinom u 2017. godini, nakon koje se bilježi opadajuća stopa rasta.

Tablica 8.: Pokazatelji profitabilnost za razdoblje 2016. – 2020. godine

POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Neto profitna marža	3,04%	3,84%	3,81%	2,97%	2,80%
Bruto profitna marža	5,24%	6,26%	5,39%	5,08%	4,71%
Profitabilnost ukupne imovine (ROA)	5,33%	7,98%	7,35%	7,00%	4,87%
Profitabilnost vlasničke glavnice (ROE)	3,09%	4,90%	5,21%	4,09%	2,88%
EBITDA marža	7,26%	9,33%	8,66%	8,53%	8,41%

Izvor: Izrada autora temelju financijskih izvještaja Grup

Pokazatelji investiranja

Grupa prvi dan trgovanja započela 10. ožujka 2021., stoga njezino trgovanje dionicama predstavlja relativno kratak period. Zarade po dionici iznose 1,36 što predstavlja relativno nisku, ali pozitivnu razinu prvenstveno kao rezultat dokapitalizacije novih dionica u 2021. godini. Knjigovodstvena vrijednost po dionici u 2020. godini iznosi 21,6 HRK i manja je od

tržišne vrijednosti, što ukazuje na njezinu precijenjenost. Prihodi od prodaje po dionici, odnosno odnos cijene i zarada po dionici u periodu promatranja uglavnom su na sličnim razinama s blagim fluktuacijom kroz pojedine godine promatranja. Dionice CIAK Grupe nove su na tržištu kapitala te je samim time je investitorima puno teže procijeniti njezinu optimalnu tržišnu cijenu.

Tablica 9.: Pokazatelji investiranja za razdoblje 2016. – 2020. godine

POKAZATELJI INVESTIRANJA	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
Zarade po dionici (EPS)	1,26	2,35	2,71	2,20	1,36
Cijena po dionici na dan 14.09.2021. (PPS)	-	-	-	-	42,6
Knjigovodstvena vrijednost po dionici	6,90	10,18	12,75	13,52	21,6
Prihodi od prodaje po dionici	41,26	61,17	71,00	74,27	48,65
Odnos cijene i zarada po dionici (P/E)	33,92	18,14	15,73	19,34	31,33
Prosječni broj ponderiranih dionica. (u tisućama HRK)	13.406	13.406	13.406	13.406	19.572

Izrada autora na temelju financijskih izvještaja Grupe

4.5.4.SWOT analiza

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
Stabilni i vodeći tržišni udjeli u segmentima poslovanja	Velika izloženost poslovnim rizicima	Širenje prodaje na nova tržišta u regiji (Crna Gora i Sjeverna Makedonija)	Velika fluktuacija kretanja cijene olova
Prepoznatljiva reputacija i brend	Manjak kvalificiranog kadra u diviziji Ekologije	Povećana uporaba baterija, akumulatora i motornih vozila	Gospodarska kriza uslijed djelovanja COVID – 19 pandemije
Financijska stabilnost	Visoka koncentracija divizija	Litij - ionske baterije za električne automobile	Politička nestabilnost u regiji
Ekološki pionir u gospodarenju i reciklaži opasnog otpada	Složeno upravljanje kao rezultat akvizicija i velikog broja ovisnih poduzeća	Visoke ulazne barijere u industriji	Rast glavnih konkurentskih poduzeća Tokić (IAM) i Metis (Ekologija)
Posjedovanje diferenciranog portfelja proizvoda	Ovisnost o velikim kapitalnim ulaganjima	Očekivani rast tržišta Ekologije	Očekivani usporeni rast IAM tržišta
Regionalna prisutnost	Slaba likvidnost dionice	Ulazak Republike Hrvatske u Eurozonu	Visoka reguliranost divizije Ekologije
Izlazak na Zagrebačku burzu	Pozitivni, ali niski pokazatelji profitabilnosti	Rast i razvoj kroz sredstva EU fondova	Povećanje zaduženosti uslijed realizacije novih akvizicija
Tehnološka orijentiranost – CIAK Akumulatori	Visoke izlazne barijere iz industrije	Digitalna transformacija i optimizacija poslovanja	Inflacija, rast cijena sirovina i očekivani porast kamatnih stopa
Društveno – odgovorno ponašanje	Velika ovisnost o ključnim proizvodima		

Izvor: Izrada autora

4.6. Procjena slobodnih novčanih tokova u poduzeću CIAK Grupe

4.6.1. Izrada *pro forma* financijskih izvještaja

Izrada plana prihoda od prodaje

Prije same izrade *pro forma* financijskih izvještaja nužno je odrediti očekivane prihode od prodaje kao temeljnu pretpostavku za daljnju projekciju financijskih izvještaja. Prema tome, izvedena je projekcija prihoda od prodaje kao prosjek postotnih promjena povijesnih podataka glavnih segmenata putem kojih Grupa ostvaruje svoje prihode uz određene korekcije sukladno prethodno analiziranim kretanjima očekivanog rasta realnog BDP-a i industrije. Budući da je 2021. godina sama po sebi specifična, u nastavku će projekcija 2021. godine biti prikazana u dva dijela. Prvi dio odnosi se na projekciju temeljem organskog rasta prema prosječnoj stopi promjene zadnje 3 godine korigiranu za određene postotke po pojedinom segmentu uslijed gospodarskog oporavka tržišta te optimizacije prodajnih procesa. Budući da je procjena vrijednosti nužan uvjet za korektno donošenje odluka, važno je u analizu uključiti mete preuzimanja kako ne bi zanemarili njegove učinke u budućnosti.¹¹⁸ Kako su u 2021. realizirane tri mete preuzimanja one će biti uključene u konsolidirane stavke financijskih izvještaja. Zbog nedostupnosti cjelovitih financijskih izvještaja preuzetih poduzeća, kao pretpostavka uzeti će se da je njihova struktura kapitala optimalna te vrijednost preuzimanja adekvatno procijenjena, stvarajući pozitivne sinergijske učinke. Vođeni time, prema službenim procjenama Grupe, ukupni ostvareni prihodi od prodaje preuzetih poduzeća u 2020. godini uz korekciju od 10 % uslijed potencijalnih rizika procjene iznositi će 245,7 milijuna kuna u segmentu auto dijelovi te 51,3 milijuna kuna u teretnom programu. Također izvršena je i korekcija segmenta Ekologije zbog nastavka rasta cijene olova za 24,00 % u razdoblju od 01.01.2020. do 1.11.2021., koja će utjecati će na razinu prihoda te u skladu s time i na poslovne odluke otkupa akumulatora.¹¹⁹ Nakon snažnog rasta u 2021., godini za očekivati je da će se rast u narednim godinama smanjiti, ali ostati i dalje na visokim razinama. Uz pretpostavku da Grupa u ostalim godinama neće anorganski rasti, stopa rasta prihoda od prodaje u razdoblju od 2022. do 2025. odgovarati će prosječnoj stopi rasta IAM divizije, odnosno divizije Ekologije kao prosjek zbroja rasta BDP-a Republike Hrvatske i industrija.

¹¹⁸ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 9., 197.

¹¹⁹ The London Metal Exchange – an HKEX Company (2021.), LME Lead Official Prices curve [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.lme.com/en/Metals/Non-ferrous/LME-Lead#Price+graphs>

Slika 4.: Projicirani plan prihoda od prodaje za razdoblje od 2021. do 2025. godine

PLAN PRIHODA OD PRODAJE PO SEGMENTIMA	POVIJESNE GODINE						PROJEKCIJA				
UHRK '000	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2021*	2022.	2023.	2024.	2025.
Autodijelovi i oprema	222.630	349.309	438.317	519.493	530.181	611.579	857.279	988.895	1.022.518	1.049.870	1.072.311
Kao % ukupnih prihoda (%)	34,70%	36,90%	39,72%	44,20%	45,64%	47,62%	53,66%	55,66%	55,58%	55,46%	55,31%
% promjena	-	56,90%	25,48%	18,52%	2,06%	15,35%	61,70%	15,35%	3,40%	2,68%	2,14%
Akumulatori, ulja i sl.	168.737	252.735	271.467	266.418	275.763	297.879	297.879	310.576	321.136	329.726	336.774
Kao % ukupnih prihoda (%)	26,30%	26,70%	24,60%	22,67%	23,74%	23,19%	18,65%	17,48%	17,46%	17,42%	17,37%
% promjena	-	49,78%	7,41%	-1,86%	3,51%	9,02%	9,02%	4,26%	3,40%	2,68%	2,14%
Teretni program	82.123	121.981	146.754	169.138	163.041	180.409	231.709	256.391	265.108	272.200	278.018
Kao % ukupnih prihoda (%)	12,80%	12,88%	13,30%	14,39%	14,03%	14,05%	14,50%	14,43%	14,41%	14,33%	14,34%
% promjena	-	48,53%	20,31%	15,25%	-3,60%	10,65%	42,12%	10,65%	3,40%	2,68%	2,14%
Veleprodaja	38.495	56.397	60.978	53.606	50.611	51.532	51.532	53.729	55.555	57.042	58.261
Kao % ukupnih prihoda (%)	6,00%	5,96%	5,53%	4,56%	4,36%	4,01%	3,23%	3,02%	3,02%	3,01%	3,00%
% promjena	-	46,50%	8,12%	-12,09%	-5,59%	2,05%	2,05%	4,26%	3,40%	2,68%	2,14%
Ekologija	129.600	166.302	185.969	166.587	142.159	142.984	159.218	167.199	175.392	184.030	193.484
Kao % ukupnih prihoda* (%)	20,20%	17,57%	16,85%	14,17%	12,24%	11,13%	9,97%	9,41%	9,53%	9,72%	9,98%
% promjena	-	28,32%	11,83%	-10,42%	-14,66%	0,58%	12,00%	5,01%	4,90%	4,93%	5,14%
Ukupno prihodi*	641.586	946.724	1.103.485	1.175.242	1.161.755	1.284.382	1.597.617	1.776.790	1.839.709	1.892.867	1.938.848
% promjena	-	47,56%	16,56%	6,50%	-1,15%	17,37%	37,52%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
Intersegmentalni prihodi*	88.495	126.717	151.725	179.578	209.602	246.006	288.239	320.566	331.917	341.508	349.804
Kao % ukupnih prihoda* (%)	13,79%	13,38%	13,75%	15,28%	18,04%	19,15%	18,04%	18,04%	18,04%	18,04%	18,04%
% promjena	16,00%	43,19%	19,74%	18,36%	16,72%	17,37%	37,52%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
Prihodi od prodaje	553.091	820.007	951.760	995.664	952.153	1.038.376	1.309.377	1.456.224	1.507.792	1.551.359	1.589.044
% promjena	-	48,26%	16,07%	4,61%	-4,37%	9,06%	37,52%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%

Izvor: Izrada autora

Izrada pro forma Računa dobiti i gubitka

Nastavno na prethodno izrađeni plan prihoda od prodaje, u nastavku je projiciran Račun dobiti i gubitka za razdoblje od 2021. do 2025. godine metodom postotka od prodaje na temelju kojih je izvedena većina stavki financijskih izvještaja uz određene iznimke. Prema Miloš Sprčić i Orešković Sulje (2012.), ostali poslovni prihodi nisu nužno povezani za prihodima od prodaje, stoga se temelje na prosječnoj promjeni petogodišnjih serija kao konstante za cijelo projicirano razdoblje. Poslovni rashodi, odnosno njezine stavke materijalni troškovi i troškovi osoblja projicirani su kao prosječni udjeli prihoda od prodaje kroz petogodišnju povijesnu seriju koja se zadržava na jednakoj razini kroz čitav period promatranja. Iznimku predstavlja amortizacija koja se računa kao umnožak udjela prosječnog petogodišnjeg postotka materijalne imovine i materijalne imovine u prethodnoj godini uvećanu za tekuće kapitalne investicije. Osim toga, ostali poslovni rashodi temelje se na prosječnom udjelu poslovnih prihoda iz razloga što je stavka ostali poslovni prihodi uvrštena u njen izračun. Financijski prihodi izračuni su kao umnožak nerizične kamatne stope¹²⁰ i kratkoročnih te dugoročnih financijskih obveza predstavljeni kroz stavku krediti i zajmovi u bilanci. Financijski rashodi dobiveni su kao umnožak prosječnog ponderiranog troška duga na primljene kredite i zajmove iz prethodne

¹²⁰ Nerizična kamatna stopa dobivena je prosječnim prinosom do dospijeca na sljedeće državne obveznice, preuzetih s stranica Ministarstva financija: RHMFO-275E (EUR), RHMFO-282A (HRK); RHMFO-287A (HRK); RHMFO-297A (HRK); RHMFO-327A (HRK); RHMFO-34BA (HRK); RHMFO-403E (EUR)

godine uvećanog za 0,5 postotnih poena s obzirom da su poduzeća podložna uvećavanju iznosa duga od godine do godine.¹²¹ Stopa poreza na dobit od 18 % dobivena je sukladno zakonskoj propisanoj stopi prema Članku 28. (NN 115/16, 138/20).¹²² Detaljniji uvid o sustavnom kretanju najvažnijih stavki poslovanja kao i o financijskom položaju Grupe dan je u nastavku projiciranom bilancom.

Slika 5.: Projekcija računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2021. do 2025. godine

RAČUN DOBITI I GUBITKA	POVIJESNE GODINE					PROJEKCIJA				
	UHRK '000	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
I. POSLOVNI PRIHODI	579.260	822.446	958.285	1.001.062	966.498	1.328.968	1.477.978	1.530.289	1.574.468	1.612.665
<i>Prihodi od prodaje</i>	553.091	820.007	951.760	995.664	952.153	1.309.377	1.456.224	1.507.792	1.551.359	1.589.044
<i>% promjena</i>	-	48,26%	16,07%	4,61%	-4,37%	37,52%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
<i>Ostali poslovni prihodi</i>	26.169	2.439	6.525	5.398	14.345	19.591	21.754	22.497	23.109	23.621
<i>Kao % poslovnih prihoda (%)</i>	4,52%	0,30%	0,68%	0,54%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%
II. POSLOVNI RASHODI	550.260	771.154	907.020	950.516	921.605	1.277.570	1.425.659	1.475.408	1.517.804	1.554.759
<i>Materijalni troškovi</i>	462.561	567.170	672.102	682.517	659.492	945.966	1.052.056	1.089.311	1.120.787	1.148.013
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	83,63%	69,17%	70,62%	68,55%	69,26%	72,25%	72,25%	72,25%	72,25%	72,25%
<i>% promjena</i>	-	22,62%	18,50%	1,55%	-3,37%	43,44%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
<i>Troškovi osoblja</i>	61.967	104.341	128.131	143.824	151.215	177.334	197.223	204.207	210.107	215.211
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	11,20%	12,72%	13,46%	14,45%	15,88%	13,54%	13,54%	13,54%	13,54%	13,54%
<i>% promjena</i>	-	68,38%	22,80%	12,25%	5,14%	17,27%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
<i>Amortizacija</i>	11.169	25.175	31.156	34.342	35.146	59.281	70.739	72.507	74.367	76.258
<i>Kao % materijalne imvine (%)</i>	8,53%	13,65%	16,02%	17,01%	17,36%	14,51%	14,51%	14,51%	14,51%	14,51%
<i>Ostali poslovni rashodi</i>	14.563	74.468	75.631	89.833	75.752	94.989	105.642	109.382	112.543	115.277
<i>Kao % poslovnih prihoda (%)</i>	2,51%	9,05%	7,89%	8,97%	7,84%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%
<i>% promjena</i>	-	411,35%	1,56%	18,78%	-15,67%	25,39%	11,22%	3,54%	2,89%	2,43%
III. EBIT	29.000	51.292	51.265	50.546	44.893	51.398	52.319	54.881	56.664	57.907
IV. EBITDA	40.169	76.467	82.421	84.888	80.039	110.679	123.058	127.388	131.031	134.165
<i>EBITDA marža</i>	7,26%	9,33%	8,66%	8,53%	8,41%	8,45%	8,45%	8,45%	8,45%	8,44%
V. FINANCIJSKI PRIHODI	4.017	9.994	8.801	2.965	3.018	3.133	3.249	3.364	3.479	3.594
<i>Nerizična kamatna stopa</i>	-	-	-	-	-	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%	0,90%
VI. FINANCIJSKI RASHODI	12.442	21.851	16.005	14.521	15.383	8.056	11.292	13.896	13.697	13.371
<i>Prosječni ponderirani trošak duga</i>	-	-	-	-	-	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%
VII. NETO FINANCIJSKI TROŠAK	8.425	11.857	7.204	11.556	12.365	4.922	8.043	10.533	10.218	9.777
VIII. UKUPNI PRIHODI	583.277	832.440	967.086	1.004.027	969.516	1.332.102	1.481.227	1.533.652	1.577.947	1.616.260
IX. UKUPNI RASHODI	562.702	793.005	923.025	965.037	936.988	1.285.625	1.436.951	1.489.304	1.531.501	1.568.129
X. DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	20.575	39.435	44.061	38.990	32.528	46.476	44.276	44.348	46.446	48.130
XI. POREZ NA DOBIT	3.737	7.954	7.753	9.456	5.913	8.366	7.970	7.983	8.360	8.663
<i>Stopa poreza na dobit</i>	18,16%	20,17%	17,60%	24,25%	18,18%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
XII. DOBIT RAZDOBLJA	16.838	31.481	36.308	29.534	26.615	38.110	36.306	36.366	38.086	39.467
<i>Neto marža</i>	3,04%	3,84%	3,81%	2,97%	2,80%	2,91%	2,49%	2,41%	2,46%	2,48%

Izvor: Izrada autor

¹²¹ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 53.

¹²² Zakon o porezu na dobit, Narodne novine br. 177/04., 90/05., 57/06., 146/08., 80/10., 22/12., 148/13., 143/14., 50/16., 115/16., 106/18., 121/19., 32/20. i 138/20. (2021.)

Izrada *pro foruma* Bilance

Sukladno rastu prihoda od prodaje u narednim godinama rasti će sve stavke aktive i pasive, a značajan udio u rastu imati će dugotrajna imovina prvenstveno zbog prognoziranog rasta kapitalnih investicija te sinergijskih učinaka realiziranih preuzimanja. Nematerijalna imovina projicirana je prema prosječnom udjelu od prodaje povijesnih serija, dok materijalna imovina kao zbroj materijalne imovine iz prethodne godine i kapitalnih investicija za tekuću godinu, umanjenu za amortizaciju.¹²³ Kapitalne investicije u prvoj godini prognoze projicirane su kao prosječni postotak od prodaje zadnjih 5 godina uvećanih za 13 % u 2021. godini, 7 % u 2022, a u preostalim godinama konstante po stopi od 5,5 %. Dugotrajna financijska imovina, dugotrajna potraživanja te odgođena porezna imovina zadržana je na razini ostvarenoj u prethodnoj godini zbog zanemarivih učinaka na strukturu bilance sukladno povijesnim promjenama. Potraživanja te novac i novčani ekvivalenti projicirane su prema prosječnom udjelu ostvarenog tijekom povijesnih godina, dok stavka zalihe prema prosječnom udjelu ostvarenog u 2020. godini. Stavke kapitala i rezervi zadržane su na fiksnoj razini iz prethodne godine uz iznimku zadržane i neto dobiti koje su izravno povezane sa kretanjem stavki u Računu dobiti i gubitka uz pretpostavku da se sva dobit koristi kao izvor financiranja za daljnja kapitalna ulaganja. Osim financiranjem investicija vlastitim kapitalom, značajan dio odnosi se i na financiranje dugoročnim obvezama. Krediti i zajmovi projicirani su prema prosječnom udjelu prihoda od prodaje. Budući da su ostale stavke dugoročnih obveza gotovo i zanemarive, one u svim godinama projekcije poprimaju fiksnu vrijednost iz ostvarene razine u 2020. godini. Uslijed rasta krakoročne imovine, osobito stavki potraživanja i zaliha, rastu i stavke krakoročnih obveza. Obveze prema dobavljačima prate rast prihoda od prodaje dok su ostale obveze i obveze poreza na dobit projicirane kao konstante. S obzirom da je u projiciranom razdoblju aktiva veća od pasive s iznimkom u 2025. godini, stavka kratkotrajni krediti i zajmovi, odnosno kratkoročna financijska imovina projicirana je kao razlika preostalih sredstava aktive i pasive te predstavljaju dodatni dug koji će poslužiti kao osigurač za obavljanje tekućih operativnih aktivnosti. U razdoblju od 2021. do 2025. godine, aktiva je veća od pasive, te samim time veća je potreba poduzeća za dodatnim dugom koji nakon najvećeg zabilježenog rasta u 2022. godini bilježi smanjenje u ostalim godinama projekcije. Visoki neto dug Grupe u 2021. godini rezultat je prethodno ostvarenih akvizicija, koje bi u narednom periodu trebale generirati pozitivne novčane tokove i samim time smanjiti dugovnu izloženost Grupe.

¹²³ Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb, str. 182.

Slika 6.: Projekcija bilance za razdoblje od 2021. do 2025. godine

BILANCA	POVIJESNE GODINE					PROJEKCIJA				
	UHRK '000	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.
A) DUG-OTRAJNA IMOVINA	210.200	204.327	214.382	213.390	213.270	362.383	430.955	441.716	452.961	464.350
<i>I. Nematerijalna imovina</i>	73.593	5.815	5.390	5.183	6.238	8.642	9.611	9.951	10.239	10.488
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	13,3%	0,7%	0,6%	0,5%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
<i>II. Materijalna imovina</i>	131.013	184.465	194.461	201.848	202.466	349.175	416.778	427.199	438.156	449.296
<i>Kapitalne investicije</i>	12.400	19.840	11.480	26.000	24.000	205.990	138.341	82.929	85.325	87.397
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	2,2%	2,4%	1,2%	2,6%	2,5%	15,5%	9,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<i>III. Potraživanja</i>	286	2.493	0	0	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
<i>IV. Financijska imovina</i>	5.308	5.734	8.711	539	491	491	491	491	491	491
<i>V. Odgođena porezna imovina</i>	0	5.820	5.820	5.820	2.695	2.695	2.695	2.695	2.695	2.695
B) KRATKOTRAJNA IMOVINA	330.422	438.589	483.042	499.677	697.778	792.607	880.137	910.866	936.828	959.284
<i>I. Zalihe</i>	176.488	259.589	265.229	286.901	319.329	439.133	488.382	505.677	520.288	532.927
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	31,9%	31,7%	27,9%	28,8%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
<i>II. Potraživanja</i>	138.455	161.550	191.381	169.197	166.676	260.149	289.352	299.598	308.255	315.743
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	25,0%	19,7%	20,1%	17,0%	17,5%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
<i>III. Financijska imovina</i>	2.779	2.550	4.099	8.634	12.376	12.376	12.376	12.376	12.376	12.376
<i>IV. Novac i novčani ekvivalenti</i>	12.700	14.900	22.333	34.945	199.397	80.949	90.027	93.215	95.909	98.238
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	2,3%	1,8%	2,3%	3,5%	20,9%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
C) PTBRI OP	3.908	0	0	8.796	11.670	11.670	11.670	11.670	11.670	11.670
D) UKUPNA AKTIVA	544.530	642.916	697.424	721.863	922.718	1.166.660	1.322.763	1.364.253	1.401.460	1.435.304
A) KAPITAL I REZERVE	92.533	136.413	170.961	181.226	423.711	461.821	498.128	534.493	572.579	612.046
<i>I. Temeljeni kapital</i>	14.920	14.920	14.920	134.063	197.520	197.520	197.520	197.520	197.520	197.520
<i>II. Kapitalne rezerve</i>	0	70.000	70.000	32.282	184.763	184.763	184.763	184.763	184.763	184.763
<i>III. Zadržana dobit/ preneseni gubitak</i>	60.776	16.653	46.095	-18.254	11.152	37.599	75.709	112.016	148.381	186.467
<i>IV. Dobit/gubitak poslovne godine</i>	16.837	31.480	36.307	29.472	26.447	38.110	36.306	36.366	38.086	39.467
<i>V. Nekontrolirajući udjeli</i>	0	3.360	3.639	3.663	3.829	3.829	3.829	3.829	3.829	3.829
B) DUGOROČNE OBVEZE	134.047	215.173	189.003	192.450	188.644	271.167	301.453	312.088	321.073	328.846
<i>I. Krediti i zajmovi</i>	100.572	213.870	188.785	192.418	187.526	270.049	300.335	310.970	319.955	327.728
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	18,2%	26,1%	19,8%	19,3%	19,7%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
<i>II. Rezerviranja</i>	755	1.273	193	25	281	281	281	281	281	281
<i>III. Ostale dugoročne obveze</i>	32.710	0	0	0	820	820	820	820	820	820
<i>IV. Odgođena porezna imovina</i>	10	30	25	7	17	17	17	17	17	17
C) KRATKOROČNE OBVEZE	315.635	291.330	337.460	346.437	306.313	429.622	519.132	513.621	503.757	490.362
<i>I. Obveze prema dobavljačima</i>	123.336	181.161	211.172	197.494	174.281	274.233	304.933	315.732	324.855	332.746
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	22,3%	22,1%	22,2%	19,8%	18,3%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
<i>II. Ostale obveze</i>	67.878	47.640	50.583	32.218	26.767	26.767	26.767	26.767	26.767	26.767
<i>III. Krediti i zajmovi</i>	108.080	58.563	73.550	88.179	79.656	104.474	160.576	143.316	123.525	101.544
<i>IV. Obveze za porez na dobit</i>	16.341	3.966	2.155	28.546	25.609	24.148	26.856	27.807	28.610	29.305
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	3,0%	0,5%	0,2%	2,9%	2,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
D) OPT I PBR	2.315	0	0	1.750	4.050	4.050	4.050	4.050	4.050	4.050
E) UKUPNO OBVEZE	449.682	506.503	526.463	538.887	494.957	700.789	820.585	825.709	824.830	819.208
F) UKUPNA PASIVA	544.530	642.916	697.424	721.863	922.718	1.166.660	1.322.763	1.364.253	1.401.460	1.435.304
<i>Dotatna potrebna sredstva</i>						0	0	0	0	0
<i>Dotatne kratkoročne investicije</i>						-	-	-	-	-
<i>Dotatani dug</i>						24.818	80.920	63.660	43.869	21.888
<i>Radni kapital</i>	14.787	147.259	145.582	153.240	391.465	362.985	361.005	397.245	433.071	468.922
<i>% promjena</i>	-	132.472	-1.677	7.658	238.225	-28.480	-1.980	36.240	35.826	35.851
<i>Neto dug</i>	195.952	257.533	240.002	245.652	67.785	293.574	370.884	361.071	347.572	331.033
<i>% promjena</i>	-	31,4%	-6,8%	2,4%	-72,4%	333,1%	26,3%	-2,6%	-3,7%	-4,8%

Izvor: Izrada autora

4.6.2. Određivanje prosječnog ponderiranog troška kapitala

Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala dobiven je na temelju različite vrijednosti beta koeficijenta. Naime, beta koeficijent predstavlja bitnu stavku u samom izračunu stoga je procijenjena putem povijesne i prilagođene bete. Prva metoda odnosi se korelaciju kretanja

cijene dionice sa tržišnim indeksom Zagrebačke burze – CROBEX u razdoblju od 03.10. 2021. do 21.10.2021. kao zadnjim datumom trgovanja dionice. Povijesna beta 0,9417 dobivena kao odnos umnoška standardne devijacija dionice i CROBEX-a te njihovog koeficijenta korelacije, ukazuje da se cijena dionice u promatranom razdoblju približno jednako kreće tržišnim indeksom, odnosno njezina volatilnost je zanemariva. Prema Marshallu E. Blume-u kao korekcija povijesne bete izračunata je prilagođena beta koja se zanemarivo razlikuje od prethodne U nastavku je projiciran prosječni ponderirani trošak kapitala temeljem prethodno izračunatih beta i strukture kapitala. Osim izračuna beta koeficijenta, potrebno je odrediti i ostale elemente modela koji će biti jednaki za sve projekcije. Prema službenim stranicama profesora A. Damodarana, tržišna premija rizika za Republiku Hrvatsku 2021. godini iznosi 7,14 %. U radu je prethodno izračunata nerizična kamatna stopa na državne obveznice, trošak duga prije poreza te stopa poreza na dobit. Općenito, trošak duga računa se kao zbroj nerizične kamatne stope i umnoška tržišne premije rizika i procijenjenog beta koeficijenta. Trošak duga nakon poreza dobiven je kao trošak duga prije poreza umanjen za stopu poreza na dobit. Konačno WACC model dobiven je kao zbroj umnoška pondera glavnice i troška obične glavnice te pondera duga i troška duga nakon poreza. Tablicom 10. formiran je izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala temeljem prilagođene bete koji iznosi 4,9096 %.

Tablica 10.: Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

WACC temeljem prilagođene bete	4,9096%
<i>trenutni ponder glavnice</i>	46,12%
<i>trenutni ponder duga</i>	53,88%
Trošak obične glavnice	7,76%
<i>Nerizična kamatna stopa</i>	0,896%
<i>Povijesna beta</i>	0,9417213
<i>Prilagođena beta</i>	0,9609533
<i>Tržišna premija rizika</i>	7,14%
Trošak duga nakon poreza	2,47%
<i>Trošak duga prije poreza</i>	3,015%
<i>Stopa poreza na dobit</i>	18,00%

Izračun autora

4.6.3. Izračun i diskontiranje slobodnih novčanih tokova poduzeća

Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeću zasniva na projiciranoj dobiti prije kamata i oporezivanja koja je korigirana za iznos porezne stope, uvećana za amortizaciju i promjenama u radnom kapitalu te umanjena za kapitalne investicije. Iznose je potrebno još svesti na sadašnju vrijednost diskontnim faktorom koji zapravo predstavlja prosječni ponderirani trošak kapitala. Dobiveni iznosi u godinama se zbrajaju čime se dobiva ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću u iznosu od 25.978 tisuća kuna.

Tablica 11.: Izračun ukupnih sadašnjih vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

U HRK '000	PROJEKCIJA				
	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Dobit prije kamata i oprezivanja * (1-porezna stopa)	42.147	42.902	45.002	46.464	47.484
Amortizacija	59.281	70.739	72.507	74.367	76.258
Promjene obrtnog kapitala	-28.480	-1.980	36.240	35.826	35.851
Kapitalne investicije	205.990	138.341	82.929	85.325	87.397
Slobodni novčani tokovi poduzeću	-133.042	-26.681	70.821	71.333	72.195
Broj razdoblja	1	2	3	4	5
Diskontni faktor	0,953201	0,908593	0,866072	0,825541	0,786907
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću (u mHRK)	-126.816	-24.242	61.336	58.889	56.811
UKUPNA SADAŠNJA VRIJEDNOST SLOBODNIH NOVČANIH TOKOVA PODUZEĆA					
25.978					

Izvor: Izrada autora

4.6.4. Procjena vrijednosti ukupnih slobodnih novčanih tokova poduzeća

Za procjenu vrijednost ukupnih slobodnih novčanih tokova Grupe potrebno je još uz sadašnju vrijednost izračunati rezidualnu vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća. Rezidualna vrijednost se izračunava kao odnos umnoška slobodnih novčanih tokova u posljednjoj godini projekcije i dugoročne stope rasta te razlike prosječnog ponderiranog troška kapitala i dugoročne stope rasta. Dugoročna stopa rasta predstavlja konstantnu po kojoj će poduzeće rasti u budućnosti. Konsolidirana dugoročna stopa rasta g dobivena je kao umnožak prosječne stope rasta IAM divizije i divizije Ekologije i njezinih pripadajućih pondera 0,85 i 0,15. Konsolidirana konstanta g biti će jednaka stopi rasta u 2025. godini, odnosno 2,59 %.

Slika 7.: Projekcija dugoročne stope rasta poduzeća

PROJEKCIJA DUGOROČNE STOPE RASTA PODUZEĆA					
Stopa rasta BDP-a	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Hrvatska	6,30%	5,80%	4,00%	3,30%	3,20%
Srbija	6,50%	4,50%	4,50%	4,00%	4,00%
Slovenija	6,30%	4,60%	3,70%	3,10%	2,90%
Bosna i Hercegovina	2,80%	3,20%	3,00%	3,00%	3,00%
A) Prosječna stopa rasta BDP-a	5,48%	4,53%	3,80%	3,35%	3,28%
B) Stopa rasta Industrije - IAM	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	1,00%
C) Prosječna stopa rasta IAM (A*B)/2	5,24%	4,26%	3,40%	2,68%	2,14%
D) Stopa rasta industrije - Ekologija	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%	7,00%
E) Prosječna stopa rasta Ekologije (A*C)/2	5,24%	5,01%	4,90%	4,93%	5,14%
F) Konsolidirana konstanta g (C*0,85+E*0,15)	5,24%	4,38%	3,63%	3,01%	2,59%
DUGOROČNA STOPA RASTA PODUZEĆA					
2,59%					

Izvor: Izrada autora na temelju prethodne analize

Dobivenu rezidualnu vrijednost potrebno je još korigirati za vrijednost diskontnog faktora u posljednjoj godini projekcije čime je dobivena sadašnja rezidualna vrijednost. Zbroj sadašnje

vrijednosti ukupnih slobodnih novčanih tokova i sadašnje rezidualne vrijednosti predstavlja procijenjenu vrijednost Grupe u iznosu od 2.512.582 tisuća kuna. Dobivenu procjenu potrebno je još umanjiti za neto dug i ne kontrolirajuće udjele u 2020. godini kako bi se dobila tržišna vrijednost koja je bitna za investitore na tržištu kapitala, odnosno procijenjena vrijednost po dionici kao odnos dobivene tržišne vrijednosti i broja emitiranih dionica. Dobivena vrijednost procijenjene dionice iznosi 124,9 HRK, a ako ju usporedimo sa tržišnom cijenom dionice na dan 21. studenog 2021 u iznosu od 44,6 HRK, zaključak je da je tržišna cijena dionice podcijenjena. Jedan od glavnih razloga tome je što se u narednom razdoblju očekuje povećano generiranje novčanih tokova kao rezultat snažnog investicijskog ciklusa Grupe.

Tablica 12.: Izračun procijenjene vrijednosti poduzeća na temelju slobodnih novčanih tokova

PROJEKCIJA	
U HRK '000	
Slobodni novčani tok na kraju razdoblja (2025.)	72.195
Dugoročna stopa rasta	2,59 %
Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)	4,9096 %
Rezidualna vrijednost	3.192.985
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	2.512.582
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća	25.978
PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA NA TEMELJU SLOBODNIH NOVČANIH TOKOVA	2.538.560
Neto dug u 2020.	67.785
Nekontrolirajući udjeli u 2020.	3.829
Procijenjena vrijednost glavnice	2.466.946
Broj emitiranih dionica na dan 21. studenog 2021.	19.752
Procijenjena vrijednost po dionici	124,9
Tržišna cijena dionice na dan 21. studenog 2021.	44,6

Izvor: izrada autora

4.7. Strategija integriranog upravljanja rizicima poduzeća CIAK Grupa

Konačan cilj rada obuhvaća izradu strategije integriranog upravljanja rizicima poduzeća koja započinje identifikacijom rizika temeljem provedene *top – down* analize poslovanja iz koje je izvedena procijenjena vrijednosti poduzeća koja služi kao temelj za subjektivnu i objektivnu kvantifikaciju rizika. Subjektivna kvantifikacija rizika temelji se na procjeni autora i uglavnom je kvalitativnog karaktera pri čemu se razina vjerojatnosti nastupa rizika ocjenjuje u rasponu od 1 do 5. Objektivnom kvantifikacijom nastoji se kroz analizu scenarija i analizu osjetljivosti izmjeriti utjecaj rizika na vrijednost poduzeća čije su razine značajnosti ocjenjene u rasponu od 1 do 10 uz prethodno pridruženu razinu vjerojatnost nastupanja događaja. Pri tome je važno naglasiti da se u objektivnoj kvantifikaciji primjenjuju uglavnom *worst-case* scenarij razvoja identificiranog rizika ili scenarije blažeg oblika ovisno o aktualnoj situaciji u okruženju.

4.7.1. Identifikacija i kvantifikacija rizika primjenom metode rizičnih novčanih tokova

Tablica 13.: Određivanje razine značajnosti nastupanja rizika

RAZINA RIZIKA	ZNAČAJNOST NASTUPANJA RIZIKA
10	Pad vrijednosti $\geq 95\%$
9	Pad vrijednosti $\geq 70\% < 80\%$
8	Pad vrijednosti $\geq 60\% < 70\%$
7	Pad vrijednosti $\geq 50\% < 60\%$
6	Pad vrijednosti $\geq 40\% < 50\%$
5	Pad vrijednosti $\geq 30\% < 40\%$
4	Pad vrijednosti $\geq 20\% < 30\%$
3	Pad vrijednosti $\geq 10\% < 20\%$
2	Pad vrijednosti $\geq 5\% < 10\%$
1	Pad vrijednosti $< 5\%$

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

Tablica 14.: Određivanje razine vjerojatnosti ostvarenja rizika

RAZINA RIZIKA	VJEROJATNOST OSTVARENJA RIZIKA
5	$\geq 95\%$
4	$\geq 65\% < 95\%$
3	$\geq 25\% < 65\%$
2	$\geq 5\% < 25\%$
1	$< 5\%$

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

Rizik prezaduženosti

Izlaskom na Zagrebačku burzu i dokapitalizacijom, Grupa je povećala svoje pokazatelje zaduženosti koji se u 2020. godini nalaze na stabilnim razinama. Aktivnom politikom i racionalizacijom poslovanja posljednjih godina, neto dug se smanjio te u 2020. godini iznosi 67 milijuna kuna. Prema projekcijama, Grupa će u narednim godinama povećati svoju zaduženost uslijed realiziranih akvizicija, što može negativno utjecati na financijsku uspješnost u vidu povećanja neto financijskog troška. Također, velika zaduženost može uzrokovati poteškoće prilikom novog zaduživanja. Kreditne institucije mogu smanjiti kreditni rejting Grupe i tako utjecati na povećanje kamata prilikom novih zaduživanja. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 7. Budući da je novim akvizicijama u 2021. godini povećan neto dug Grupe, a za očekivati je da će Grupa akvizirati i dalje kako bi uspješno očuvala tržišni udio i rast, vjerojatnost nastupa rizika prezaduženosti procijenjena je na razini 3.

Scenarij

Polovicom 2021. godine, Grupa bilježi značajno odstupanje od predviđene razine prihoda, odnosno Grupa ne ostvaruje potrebne prognozirane sinergijske učinke realiziranih akvizicija.

Naknadnom revizijom projiciranih financijskih izvještaja Grupe utvrđeno je da su prihodi od prodaje precijenjeni, a poslovnih rashodi podcijenjeni te će se naknadno ispraviti za period 2021. – 2025. Prema tome, rast prihoda od prodaje smanjio se za 1 % na godišnjoj razini u odnosu na projicirane vrijednosti, odnosno razina poslovnih prihoda u 2025. godini smanjila se za 4,59 % u odnosu na projiciranu razinu u 2021. S druge strane, sve stavke poslovnih rashoda povećale su udio u prihodima od prodaje za 0,5 % na godišnjoj razini, što je dovelo do ukupnog rasta poslovnih rashoda za 1,62 % u 2025. godini u odnosu na 2021. Budući da Grupa ne smanjuje svoju zaduženost, kreditne institucije procijenile su da ja poslovanje Grupe sve više rizično te smanjuju bonitetnu ocjenu Grupe. To je rezultiralo povećanjem troška duga prije poreza za 0,25 % za svaku godinu projekcije. Sve prethodne promjene, rezultirale su padom projicirane vrijednosti poduzeća za 67,72%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 8 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 15.: Kvantifikacija rizika prezaduženosti

Rizik prezaduženosti	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda, poslovnih rashoda i troška duga prije poreza	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-4,59
Promjena poslovnih rashoda (u %)	1,62
Promjena troška duga prije poreza (u %)	0,25
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	819,365
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-67,72

Izvor: Izrada autora

Rizik manjka kvalificirane radne snage

Rizik manjka kvalificirane radne snage usko je povezan sa demografskim trendovima uslijed negativnih prirodnih kretanja i neto salda migracija. U narednim godinama prognozira se pad stanovništva Republike Hrvatske i zemalja u regiji, najvećim dijelom zbog odseljavanja i odljeva visokokvalificirane radne snage. Jedna od temeljnih odrednica Grupe je briga o zaposlenicima, ali negativni demografski trendovi mogu povećati rizik za Grupu ako na vrijeme ne osigura potrebnu radnu snagu, osobito u diviziji Ekologije. Subjektivna značajnost ovog rizika procjenjuje se na razini 7 s vjerojatnošću nastanka na razini 2,5.

Scenarij

U narednim godinama, ostala gospodarstva brže se oporavljaju od Republike Hrvatske, a tržište rada u inozemstvu u intenzivnoj je potrazi za mladim i stručnim kadrom. Republika Hrvatska suočena je s negativnim demografskim trendovima kao rezultat neefikasnih vladinih politika, stagnacije plaća uz istovremeni snažni rast cijena svih nužnih sirovina, proizvoda i usluga.

Predviđani pad stanovništva oko 22 tisuće na godišnjoj razini povećao se na 40, odnosno od 2021. do 2025. godine Republika Hrvatska bilježi pad stanovništva od 200 tisuća. Grupa je u narednom periodu suočena sa nedostatkom radne snage na gotovo svim pozicijama, a ponajviše visokokvalificiranih stručnjaka u diviziji Ekologije. U nastojanju da zadrži trenutačne i privuče nove radnike, raste udjel troškova osoblja u prihodima od prodaje s 13,54 % na 15 % u svim godinama projekcije. Osim toga, operativna neefikasnost odražava se i profitabilnost Grupe. Prihodi od prodaje smanjuju se za 1 % u odnosu na projicirane razine, odnosno navedena promjena utječe na pad poslovnih prihoda u 2025. godini za 4,59 % u odnosu na projiciranu razinu iz 2021. Procijenjena vrijednost smanjila se za 63,32 %. Objektivna značajnost ovog rizika ocjenjena je na razini 8 uz pridruženu razinu vjerojatnosti 2,5.

Tablica 16.: Kvantifikacija rizika manjka kvalificirane radne snage

Rizik manjka kvalificirane radne snage	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda i udjela troškova osoblja u prihodima od prodaje	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-4,59
Promjena udjela troškova osoblja u prihodima od prodaje (u %)	1,46
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	931.119
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-63,32

Izvor: Izrada autora

Kibernetički rizik

Početkom 2020. godine na Tokić Grupu izvršen je kibernetički napad sa štetnim utjecajem na financijsku imovinu kao rezultat socijalnog inženjeringa, odnosno odavanja povjerljivih podataka. Organizirana prijevarena utjecala je kratkoročno na likvidnost imovine, većina sredstava je uspješno vraćeno, a za manji dio sredstava se očekuje povrat krajem 2021. godine. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 4, a vjerojatnost nastanka na 3,5

Scenarij

Vođeni upravo scenarijom kibernetičkog napada na Tokić Grupu, početkom 2021. godine došlo je do eksfiltracije važnih podataka CIAK Grupe pri čemu je otuđeno 50 milijuna kuna novčanih sredstava s bankovnih računa te povjerljivih informacija koji mogu naštetiti konkurentskom položaju poduzeća. Unatoč svim naporima, Grupa je u istoj godini uspjela vratiti samo 20 milijuna kuna otuđenih novčanih sredstava, dok se preostali dio u narednim godinama nije uspio naplatiti. Prema tome, Grupa je u 2025. godini imala na bankovnom računu 30 milijuna kuna manje u odnosu na projiciranu razinu iz 2021. godine. Osim toga, Grupa je povećavala izdavanja za zaštitu informacijskih sustava, što je uzrokovalo povećanje udjela ostalih poslovnih rashoda

u poslovnim prihodima s 7,25 % na 8 % u svim godinama projekcije. Procijenjena vrijednost smanjila se za 31,04 %, odnosno objektivna značajnost ocjenjena je na razini 5 uz pridruženu vjerojatnost nastanka 3,5.

Tablica 17.: Kvantifikacija kibernetičkog rizika

Kibernetički rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu novca i novčanih ekvivalenata i udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima	
<i>Promjena novca i novčanih ekvivalenata (u mil HRK)</i>	30
<i>Promjena udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima (u %)</i>	0,75
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)</i>	2.538.560
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)</i>	1.750.473
<i>Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)</i>	-31,04

Izvor: Izrada autora

Kamatni rizik

Posljednjih desetak godina Europska centralna banka provodi ekspanzivnu monetarnu politiku koja među ostalom uključuje i smanjenje kamatnih stopa na kredite. Posljednjih godinu dana, svijet je suočen sa porastom razine inflacije, a jedno od dugoročnih rješenja njezinog smanjenja je povećavanje kamatnih stopa. Na dan 30.12.2021. udio duga Grupe na koji teku kamate po promjenjivim stopama je približno 70 %. Većina takvih promjena vezana je uz referentne kamatne stope kao što je EURIBOR. Prema tome subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je kao srednja na razini 4 uz razinu vjerojatnosti nastanka 3.

Scenarij

U narednim godinama nastavljen je rast razine inflacije koja je polovicom 2021. godine dosegla razinu od 6 %. Takav snažan pritisak rasta cijena prekinuo je trend negativnih razina kamatnih stopa. EURIBOR je u prosjeku povećan za 1,5 %, što je uzrokovalo povećanjem prosječnog ponderiranog troška duga Grupe s 3,015 % na 4,515 % u svim godinama projekcije, koji se u Računu dobiti i gubitka evidentira kao trošak duga prije poreza. Konačan efekt utjecao je na smanjenje projicirane vrijednosti poduzeća za 31,78 %. Objektivna značajnost ovog rizika ocjenjena je na razini 5 uz pridruženu vjerojatnost nastanka na razini 3.

Tablica 18.: Kvantifikacija kamatnog rizika

Kamatni rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu troška duga prije poreza	
<i>Promjena troška duga prije poreza (u %)</i>	1,5
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)</i>	2.538.560
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)</i>	1.731.712
<i>Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)</i>	-31,78

Izvor: Izrada autora

Politički rizik

Posljednjih nekoliko godina dolazi do sve intenzivnih geopolitičkih tenzija između Republike Srbije i Kosova te narušavanja unutarnje stabilnosti u Crnoj Gori i Bosni i Hercegovini. Grupa na spomenutim tržištima ostvaruje oko ¼ prihoda. Pravno – administrativna ograničenja mogu utjecati na razinu prihoda, a nestabilno okruženje povećati tržišni rizik i smanjiti konačnu vrijednost poduzeća. Iako je vjerojatnost nastupa ovog rizika visoka i dodatno povećana ruskom invazijom na Ukrajinu, geopolitička stabilnost i sigurnost regije predstavlja jedno je od strateških ciljeva Europske unije i NATO-a. Subjektivna značajnost određena je na razini 3, a vjerojatnost nastanka rizika ocjenjuje se s ocjenom 3,5.

Scenarij

S obzirom da je u analizi političkog okruženja Bosna i Hercegovina okarakterizirana kao zemlja s najvećim stupnjem političkog rizika, promatrati će se putem scenarija kao izolirani slučaj. CIAK Grupa na tržištu Bosne i Hercegovine u 2020. godini ostvaruje prihode od prodaje oko 48,3 milijuna kuna, a ako tome pridodamo akviziciju banjalučkog poduzeća Auto Milovanović ti bi prihodi prema procjenama trebali narasti na približno 188 milijuna kuna. Početkom 2022. godine očekuje se produblivanje krize u Bosni i Hercegovini i narušavanje ekonomske, socijalne i političke situacije. Vlasti srpskog entiteta pozivaju na mogućnost osamostaljenja te započinju formirati vlastite institucije ne surađujući sa hrvatskim i bošnjački entitetom. Ostale europske države kao odgovor na spomenute radnje uvode sankcije Republici Srpskoj koja ubrzo uvodi kontra mjere. Investitorske kuće ocjenjuju da je makro okruženje Jugoistočne Europe nestabilno, što indirektno dovodi do povećanja tržišnog rizika Republike Hrvatske s 7,14 % na 8 % u periodu od 2022. do 2025. godine. Grupa je od 2022. do 2025. godine na godišnjoj razini kontinuirano gubila 20 milijuna kuna prihoda od prodaje, što predstavlja pad poslovnih prihoda od 4,96 % u 2025. godini u odnosu na projiciranu razinu u 2021. Prema tome, pad procijenjene vrijednosti poduzeća iznosi 21,00 %. Objektivna značajnost ovog rizika ocjenjena je na razini 4 s pridruženom vjerojatnosti nastanka 3,5.

Tablica 19.: Kvantifikacija političkog rizika

Politički rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda i tržišne premije rizika	
Promjena poslovnih prihoda u %)	- 4,96
Promjena tržišne premije rizika (u %)	0,86
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil HRK)	2.005.446
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća djelovanjem rizika (u %)	-21,00

Izvor: Izrada autora

Rizik promjene zakonodavnog/regulativnog okvira

Osvrnuvši se na povijesna događanja, uvođenje antidampinških naknada na uvoz iz Kine i Tajvana uzrokovale su povlačenje iz asortimana bicikala, što je imalo utjecaj na pad razine prodaje. Današnje dinamično okruženje sve više je podložno mijenjaju poslovne prakse u vidu promjene zakonodavnog i regulatornog okvira od strane nadležnih institucija. Sve intenzivnija borba Europe, Kine i SAD-a oko prevlasti na tržištu automobilske industrije temelji se na povećavanju kvota električnih automobila na tržištu što će dovesti do smanjena potražnje za rezervnim dijelovima benzinskih i dizelskih motornih vozila. Subjektivna značajnost ovog rizika ocjenjena je na razini 4 s vjerojatnosti nastupa 3,5.

Scenarij

Automobilska industrija u narednim godinama bilježi značajno smanjenje udjela benzinskih i dizelskih motornih vozila, odnosno povećavanje vozila s električnim napajanjem u cilju stvaranja održivog sustava mobilnosti. Potaknuto značajnim investicijama, kinesko tržište povećava tržišni udio električnih automobila na tržištu, a nove procjene kineskih vlasti ukazuje da je cilj zauzimanje 25 % tržišnog udjela električnih autmobila do 2025. godine. S ciljem održavanja konkurentnosti, Europska unija u 2021. godini revidira svoje investicijske planove za električne autmobile te također ide prema istome cilju kao kineske vlasti. Kao rezultat toga, dolazi do pada potražnje za motornim vozilima na dizelski i motorni pogon te samim time i pada prihoda Grupe u svim segmentima IAM divizije za 6 % na godišnjoj razini u odnosu na projicirane. Konačni učinak izazvao je pad poslovnih prihoda za 14,33 % u 2025. godini u odnosu na projiciranu razinu u 2021. te smanjio projiciranu vrijednost poduzeća za 16,57 %. Objektivna kvantifikacija rizika ocjenjena je na razini 4 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3,5

Tablica 20.: Kvantifikacija zakonodavnog/ regulatornog rizika

Zakonodavni/regulatorni rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda	
<i>Promjena poslovnih prihoda (u %)</i>	-21,44
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)</i>	2.538.560
<i>Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)</i>	1.942.141
<i>Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)</i>	-23,49

Izvor: Izrada autora

Rizik ekspanije na nova tržišta

Širenje na nova tržišta osim visokih inicijalnih ulaganja za sobom nose i određene operativne rizike. Manjak kvalificirane radne snaga na novom tržištu, drugačija kultura i jezik, prilagodba

novom okruženju, ulaganje u postojeću i novu infrastrukturu te brojni drugi izazovi mogu utjecati na pad prodaje te povećanje operativnih troškova. Subjektivna značajnost ovog rizika ocijenjena je na razini 5. Budući da se Grupa kroz povijest uspješno pozicionirala na već spomenutim tržištima, subjektivna vjerojatnost nastanka ocijenjena je na razini 2

Scenarij

Grupa je početkom 2021. novim akvizicijama proširila svoje poslovanje na tržišta Crne Gore i Sjeverne Makedonije. Kao logičan slijed daljnjih aktivnosti, Grupa je u narednim godinama preuzela Auto Jehonu, jednog od najvećih distributera auto dijelova i popratne u opreme u Republici Kosovo čime je dodatno učvrstila svoj tržišni položaj u regiji. Iako se na prvu očekivalo da će spomenuto preuzimanje rezultirati daljnjim rastom, menadžment je suočen sa nedostatkom kvalificirane radne snage i intenzivnijom potrebom za unapređenjem postojeće infrastrukture kako bi se trenutno i buduće poslovanje neometano odvijalo. Sve navedeno dovelo je do smanjenja prihoda od prodaje od 2 % na godišnjoj razini u odnosu na projicirane razine od 2021. do 2025. godini, odnosno ukupni pad poslovnih prihoda na kraju razdoblja promatranja za 7,73 %. Osim toga, stavke troškovi osoblja povećale su svoj udio u prihodima od prodaje s 13,54 % na 14,04 % u svim godinama projekcije. Prema tome, ukupna projicirana vrijednost smanjena je za 41,04 % uz razinu značajnosti 6 i pridruženu razinu vjerojatnosti nastanka 2.

Tablica 21.: Kvantifikacija rizika ekspanzije na nova tržišta

Rizik ekspanzije na nova tržišta	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda i udjela troškova osoblja u prihodima od prodaje	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-7,73
Promjena udjela troškova osoblja u prihodima od prodaje (u %)	0,50
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	1.799.861
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-41,04

Izvor: Izrada autora

Ekološki rizik

Različiti segmenti poslovanja Grupe, osobito gospodarenje otpadom i reciklaža. podložne su brojnim zakonskim propisima regulativnih tijela kao što su potreba za ishođenjem različitih dozvola i suglasnosti koje mogu biti promijenjene ovisno o zadovoljavanju ispunjena kriterija. Takvi procesi mogu uzrokovati izvanredne prekide u poslovanju narednim godinama. Subjektivna značajnost ovog rizika ocijenjena je na razini 4. S obzirom da Grupa ima ishođene

sve dozvole potrebne za obavljanje djelatnosti gospodarenja otpadom i reciklaže te nikada nisu utvrđene nepravilnost,¹²⁴ subjektivna vjerojatnost procjenjuje se ocjenom 2.

Scenarij

Ministarstvo zaštite okoliša i prirode revizijom je utvrdilo da je Grupa početkom 2021. prekršila zakon o recikliranju otpadnih baterija i akumulatora, odnosno da se obrada u skladištima nije obavljala u prikladnim spremnicima. Grupi je privremeno obustavljena dozvola za gospodarenje otpadom na 6 mjeseci te pokrenut prekršajni postupak. U slučaju da se navedene aktivnosti ostvare to bi se odrazilo na pad prihoda od prodaje u 2021. za 4 %, dok su razine u ostalim godinama jednake projiciranim. Kao rezultat toga, poslovni prihodi u periodu promatranja smanjili su se za 5,52 %. Također, ostali poslovni rashodi povećali bi udio u poslovnim prihodima s projiciranih 7,25 % na 7,75 %, održavajući jednaku razinu sljedećih godina zbog složenih i dugotrajnih administrativnih postupaka. Cjelokupna promjena procijenjene vrijednosti smanjila se za 20,67 %. Značajnost ovog rizika ocjenjena je na razini 4 uz pridruženu razinu vjerojatnosti nastupa 2.

Tablica 22.: Kvantifikacija ekološkog rizika

Ekološki rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda i udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-5,52
Promjena udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima (u %)	0,50
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	2.013.879
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-20,67

Izvor: Izrada autora

Reputacijski rizik

CIAK Grupa je svoju reputaciju gradila na aktivnostima društveno odgovornog ponašanja, što uključuje brigu o zaposlenicima, kupcima, dobavljačima okolišu te i transparentno i etičko poslovanje. U slučaju da Grupa ne nastavi provoditi trenutačne aktivnosti, može doći do izgledne pojave reputacijskog rizika uz brojne lančane reakcije negativnog utjecaja na prodaju i vrijednost poduzeća. Stoga, subjektivna značajnost nastanka ovog rizika ocjenjena je na razini 6, a subjektivna vjerojatnost nastanka na razini 1

¹²⁴ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 39

Scenarij

Grupa je početkom 2021. godini povukla 70 milijuna kuna bespovratnih sredstava iz europskih fondova za izgradnju vlastite sortirnice otpada. Prilikom korištenja sredstava revizijom je utvrđeno da je stvarna vrijednost sortirnice 50 milijuna kuna te da je Grupa višak sredstava iskoristila u druge namjere. Ubrzo je kriminalna aktivnost izašla u javnost. Neki veliki strateški dobavljači otkazali su suradnju s Grupom, a većina se kupaca kao odgovor na nepodržavanje korupcije okrenula konkurenciji. Dugogodišnja akumulacija pozitivne percepcije ugrozila je reputaciju i imidž Grupe povećanjem prosječnog ponderiranog troška duga s 3,015 % na 3,515 % u svim godinama projekcije. U slučaju nastupa navedenog rizika, Grupa će se suočiti s padom prihoda od prodaje za 3 % godišnje u odnosu na projicirane razine kroz čitavo razdoblje promatranja, što je uzrokovalo pad poslovnih prihoda u 2025. godini za 12,71 % u odnosu na projiciranu razinu u 2021. Također zbog sudskih sporova, ostali poslovni rashodi povećali bi udio u poslovnim prihodima s projiciranih 7,25 % na 8 % u svim godinama projekcije. Kao rezultat toga, procijenjena vrijednost u 2025. godini smanjila se za 50,42 %. Značajnost ovog rizika ocjenjena je s ocjenom 7 uz razinu vjerojatnosti nastanka 1.

Tablica 23.: Kvantifikacija reputacijskog rizika

Reputacijski rizik	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda, udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima i troška duga prije poreza	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-12,71
Promjena udjela ostalih poslovnih rashoda u poslovnim prihodima (u %)	0,75
Promjena troška duga prije poreza (u %)	0,5
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	1.258.525
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-50,42

Izvor: Izrada autora

Rizik pada cijena olova

Kao što je prethodno spomenuto, prihodi divizije Ekologije pod velikim su utjecajem kretanja cijene olova. Njegov rast utječe na povećanje prihoda u diviziji Ekologije, a pad na smanjenje. Od 2016. do kraja 2018. godine LME indeks olova porastao je za gotovo 100 %, što je utjecalo na rast Grupe za 43,5 %. U Sljedećim godinama cijena se naglo smanjila, što je u razdoblju od 2019. do kraja 2020. godine uzrokovalo pad prihoda za 23,56 %. Iako je u 2021. prekinut negativan trend pada cijene olova, njegova snažna volatilitnost ukazuje da je njegova subjektivna značajnost nastupa procijenjena na razini 2 s vjerojatnosti nastupa 2,5.

Scenarij

Prema scenariju u narednim godinama cijena olova se od 2022. do 2025. godine smanjuje na godišnjoj razini od 10 % uz istovjetno smanjenje otkupa akumulatora za 5 %. Kao rezultat toga, dolazi do pada prihoda od prodaje od 10 % u diviziji Ekologije, odnosno 5 % u segmentu akumulatori, ulja i sl. u odnosu na projicirane vrijednosti u razdoblju od 2022. do 2025. godine. To je utjecalo na pad poslovnih prihoda u 2025. godini za 6,33 % u odnosu na projiciranu razinu u 2021. Procijenjena vrijednost smanjila se za 8,85 %. Objektivna značajnost ocjenjena je na razini 2 s pridruženom vjerojatnosti nastanka 2,5.

Tablica 24.: Kvantifikacija rizika cijene olova

Rizik rasta cijene olova	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-6,33
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	2.332.135
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-8,85

Izvor: Izrada autora

Valutni rizik

Valutni rizik odnosi se na moguće promjene tečaja valuta djelovanjem na inozemnim tržištima. Budući da Grupa osim na primarnom tržištu Republike Hrvatske, djeluje i na tržištima Republike Srbije, Bosne i Hercegovine, Slovenije te od 2021. na tržištu Crne Gore, izložena je kretanju srpskog dinara, konvertibilne marke i eura. Prema izračunima autora temeljem podataka iz financijskih izvještaja za 2020. godinu, sučevljavanjem imovine i obveza neto izloženost Grupe u eurima je najveća i iznosi -309.997 tisuća kuna, u srpskom dinaru 13.463 tisuće kuna te u konvertibilnoj marci 8.800 tisuća kuna. Prema tome, može se zaključiti da je Grupa najvećim dijelom izložena valutnom riziku u odnosu na euro, a deprecijacija kune izazvalo bi negativne reakcije, budući da monetarne obveze prednjače nad imovinom u eurima. Grupa u svojim izvještajima navodi sljedeće primjenjive tečajave kune u odnosu na euro, konvertibilnu marku i srpski dinar na dan 31.12.2020.: EUR/HRK = 7,5369, BAM/HRK = 3,8536, RSD/HRK = 0,0647. Povećanje navedenih tečaja za 1 % uzrokovalo bi: smanjenje neto rezultata za 3,1 milijuna kuna utjecajem valute euro, povećanje neto rezultata za 88 tisuća kuna utjecajem srpskog dinara te povećanje neto rezultata za 134 tisuća kuna utjecajem konvertibilne marke. Prema tome, ukoliko bi se svi tečajevi povećali za 1 %, promjena neto rezultata smanjila bi se za 2,88 milijuna kuna. Iako će u narednim godinama doći do povećanja obveza grupe, pretpostavka je da se njezina monetarna struktura neće pretjerano mijenjati. Budući da je u

projekciji Računa dobiti i gubitka promjena financijskih rashoda temeljena isključivo na prosječnom ponderiranom trošku duga, subjektivna značajnost predstavljati će i objektivno gledište. Prema Prospektu Grupe, potencijalan negativan učinak nastupa ovog rizika procjenjuje se kao srednji, odnosno na razini 4. Budući da se Republika Hrvatska nalazi se u ERM II tečajnom mehanizmu koji dozvoljava fluktuacije tečaja za +/- 15 % oko središnjeg pariteta na razini 1 euro = 7,53450¹²⁵, a ulazak u eurozonu očekuje se početkom 2023. godine, subjektivna vjerojatnost nastanka valutnog rizika procijenjena je na razini 1.

Rizik nastavka djelovanja COVID - 19 pandemije

Gospodarska kriza uzrokovana COVID – 19 pandemijom dovela je brojna poduzeća u financijske probleme. Poduzeća su se morala prilagoditi brzim i neočekivanim promjenama kako ne bi dodatno ugrozili svoju profitabilnost. Iako se na prvu činilo da će otkrićem cjepiva prijenos virusa biti manji, posljednjih nekoliko mjeseci snažni rast broj novo zareženih dovelo je u pitanje stvarnu učinkovitost cjepiva na mutirane sojeve virusa, a njegova periodična prisutnost tokom godine onemogućava projicirani rast Grupe. Grupa je prethodnu ekonomsku krizu uzrokovanu COVID – 19 pandemijom uspješno prebrodila s minimalnim negativnim utjecajem na profitabilnost poslovanja. Subjektivna značajnost ovog rizika određena je na razini 2. Vjerojatnost ovog rizika teško je procijeniti, ali vođeni aktualnim stanjem subjektivna vjerojatnost ostvarenja ovog scenarija određena na razini 3.

Scenarij

Nakon snažnog rasta prihoda od prodaje od 37,52 % u 2021. godini, u 2022. godini svijet je ponovno suočen s pogoršanom epidemiološkom situacijom uzrokovanom novim i puno snažnijim sojem COVID-a 19. Grupa je ponovno suočena sa scenarijom iz 2020. godine, što je uzrokovalo pad prihoda od prodaje za 0,41 % u odnosu na projiciranu vrijednost od 11,22 %. U 2023. situacija je stavljena pod kontrolu, te Grupa nastavlja rast po projiciranim vrijednostim sve do 2025. godine. Takve okolnosti uzrokovale su pad poslovnih prihoda od 10,49 % u 2025. godini u odnosu na projiciranu razinu u 2021., što je rezultiralo padom vrijednosti poduzeća za 2,97 %. Objektivna kvantifikacija rizika procijenjena je na razini značajnosti 1 uz pridruženu razinu vjerojatnosti nastanka 3.

¹²⁵ Republika Hrvatska – Ministarstvo financija (b.d.), Republika Hrvatska ušla u europski tečajni mehanizam, a HNB u blisku suradnju s Europskom središnjom bankom, preuzeto 12. prosinca 2021. s <https://mfin.gov.hr/vijesti/republika-hrvatska-usla-u-europski-tečajni-mehanizam-a-hnb-u-blisku-suradnju-s-europskom-sredisnjom-bankom/3079>

Tablica 25.: Kvantifikacija rizika nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije

Rizik nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije	
Analiza osjetljivosti FFCF na promjenu poslovnih prihoda	
Promjena poslovnih prihoda (u %)	-10,49
Procijenjena vrijednost poduzeća (u mil. HRK)	2.538.560
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u mil. HRK)	2.463.050
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (u %)	-2,97

Izvor: Izrada autora

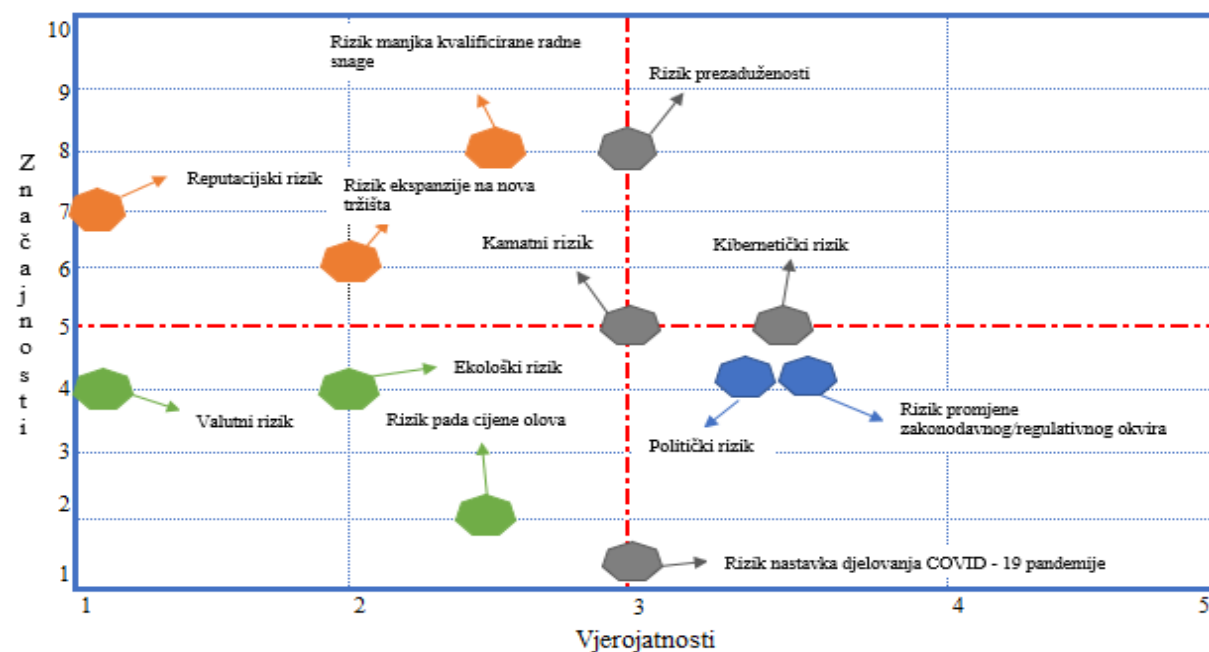
4.7.2. Mapiranje rizika

Slika 8.: Vrste rizika poredanih po vrijednosti

Br.	VRSTE RIZIKA POREDANIH PO VRIJEDNOSTI	Subjektivna kvantifikacija		Objektivna kvantifikacija		VRIJEDNOST RIZIKA
		ZNAČAJNOST (1-10)	VJEROJATNOST (1-5)	ZNAČAJNOST (1-10)	VJEROJATNOST (1-5)	
1	Rizik prezađženosti	7	3	8	3	24
2	Rizik manjka kvalificirane radne snage	7	2,5	8	2,5	20
3	Kibemetički rizik	4	3,5	5	3,5	17,5
4	Kamatni rizik	4	3	5	3	15
5	Politički rizik	3	3,5	4	3,5	14
6	Rizik promjene zakonodavnog/regulativnog okvira	3,5	4	4	3,5	14
7	Rizik ekspanzije na nova tržišta	5	2	6	2	12
8	Ekološki rizik	4	2	4	2	8
9	Reputacijski rizik	6	1	7	1	7
10	Rizik pada cijene olova	2	2,5	2	2,5	5
11	Valutni rizik	4	1	4	1	4
12	Rizik nastavka djelovanja COVID - 19 pandemije	2	3	1	3	3

Izvor: Izrada autora

Slika 9.: Mapa rizika CIAK Grupe



Izvor: Izrada autora

4.7.3. Prijedlog mjera upravljanja rizicima

Rizik prezaduženosti

Uslijed realiziranih akvizicija očekuje se da će u narednim godinama doći do povećanja neto duga. Iako bi se u pravilu nastup rizika prezaduženosti trebao spriječiti, velika ovisnost Grupe o akvizicijama s ciljem održavanja tržišnog udjela zahtjeva se da se ovaj rizik detektira i konstatno nadzire. Grupa redovito prati strukturu izvora financiranja i odgovarajuće pokazatelje koji ukazuju na stupanj zaduženosti Grupe.

Rizik manjka kvalificirane radne snage

Ključnu ulogu upravljanja rizikom manjka kvalificirane radne snage ima odjel upravljanja ljudskim resursima. Ljudski resursi trebaju konstantno organizirati edukacije zaposlenicima, omogućiti im dodatno stručno usavršavanje te pružiti priliku za lakšim napretkom na hijerarhijskoj razini. Također, Grupa mora provoditi strategije dodjeljivanja materijalnih ili nematerijalnih nagrada kako bi postigli dodatnu motiviranost i stvaranje zdravog okruženja unutar poduzeća. Kako bi smanjili ovisnost o ljudskom kadru, operativne aktivnosti trebale bi se više temeljiti na automatizaciji poslovanja, robotizaciji i umjetnoj inteligenciji.

Kibernetički rizik

Kibernetički rizik zahtjeva konstantno upravljanje na način da IT odjel Grupe provodi aktivnosti kontrole, ispitivanja, ažuriranja i zaštite podataka i informacija. Grupa treba nastojati pratiti kibernetičke trendove u okruženju te barem jednom polugodišnje provoditi reviziju sigurnosti IT infrastrukture kako bi procijenila kolika je razina sigurnosti potrebna kako bi se oduprijeli štetnom utjecaju okoline na sigurnost informacijskog sustava. U cilju dodatne zaštite, preporuka je da se kupe *cyber* police osiguranja one imovine za koju se smatra da je najviše podložna riziku kibernetičkog napada.

Kamatni rizik

Grupa u Prospektu navodi da aktivno prati promjene kamatnih stopa te kontinuirano refinancira kreditne obveze u skladu s trenutnim tržišnim uvjetima.¹²⁶ Budući da je u narednim godinama povećana vjerojatnost promjene kamatnih stopa koja je između ostalog najavljena i od strane

¹²⁶ Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str. 32.

Europske centralne banke, preporučuje se da Grupa ovim rizikom aktivno upravljanja koristeći financijske izvedenice kao što su *swap* ili *options*.

Ekološki rizik

Ekološki rizik zahtjeva kontinuirano provođenje kontrole procesa i ispitivanje kvalitete kako ne bi došlo do onečišćenja okoliša ili negativnog utjecaja na zdravlje. Grupa u Prospektu navodi kako ima zaključene police osiguranja s osiguravajućim društvima u Republici Hrvatskoj, ali da ne može garantirati da tim policama može u potpunosti eliminirati utjecaj ovog rizika. U slučaju ishođenja potrebnih ekoloških dozvola za gospodarenje i reciklažu opasnog otpada, potrebno je konstantno provoditi unutarnju reviziju ispravnosti dozvola te educirati zaposlenike kako bi se na vrijeme spriječili mogući negativni utjecaji na okoliš i tekuće poslovanje Grupe.

Politički rizik

Budući da je Grupa od 2021. godine prisutna na 6 destinacija, upravljanje političkim rizikom postaje sve važnija aktivnost. Grupa treba nastojati pratiti geopolitičku situaciju u regiji, a preporučuje se da se za svaku zemlju osigura po jedan stručnjak za geopolitiku kako bi se osigurale pravovremene informacije. Preporučuje se da se u narednim godinama novim akvizicijama pristupa s oprezom, odnosno da se prilikom novih preuzimanja veća pozornost posveti političkom riziku i njegovom potencijalnom utjecaju na profitabilnost Grupe.

Rizik promjene zakonodavnog/regulativnog okvira

Iako su rizici vezani uz promjene zakonodavnog i regulativnog okvira izvan utjecaja Grupe, rizik se može umanjiti ukoliko se na vrijeme prepoznaju trendovi koji su u uskoj vezi s okruženjem u kojem Grupa posluje. Prema tome, predlaže se da Grupa konstantno prati izmjene zakona i regulativnih propisa sudjelujući na edukacijama, konferencijama i seminarima. Također, brža implementacija novih obrazaca poslovanja osigurala bi manji negativan učinak eventualnih promjena zakonodavnog i regulativnog okvira u narednim godinama.

Rizik ekspanzije na nova tržišta

Rast Grupe sve više ovisi o anorganskom rastu, a samim time raste i rizik ekspanzije na nova tržišta i aktivnosti njegovog upravljanja. Iako su se prethodni izlasci na nova tržišta uglavnom pokazalo uspješnim, ključno je da se prilikom traženja novih tržišta adekvatno procijeni sve moguće rizike vezana za potencijalna nova tržišta. Grupa treba osigurati tim stručnjaka s različitim znanjima i vještinama, a ukoliko je potrebno mogu se unajmiti i vanjski suradnici

kako bi se dodatno smanjio neuspjeh. Također, predlaže se da Grupa u narednim godinama okrene stabilnijem okruženju, odnosno da poveća izvoz u zemlje središnje i zapadne Europe.

Reputacijski rizik

Reputacijski rizik može imati značajan utjecaj na profitabilnost poduzeća jer se često može izazvati lančanu reakciju s drugim rizicima. Njega treba konstantno nadzirati provodeći transparentno i društveno odgovorno ponašanje. Grupa treba i dalje graditi povjerenje svojih dionika osiguravajući im pouzdan odnos kako bi održali lojalnost na najvišoj razini.

Valutni rizik

Grupa u svojem financijskom izvješću navodi da najvećim dijelom valutnim rizikom upravlja primjenjujući prirodni *hedging*, odnosno kroz politiku prodajnih cijena Grupa korigira eventualne negativne utjecaje deviznih tečajnih promjena i te na taj način djelomično usklađuje valutnu strukturu imovine i obveza. Također, valutnim rizicima upravlja plaćanjem prije dospijeca te pregovaranjem tečajeva s poslovnim bankama.¹²⁷ Preporuka je da se u narednom periodu pristupi uvođenju nekih od izrazito efikasnih operacija na financijskim tržištima kao što su valutne opcije, valutne ročnice ili valutne zamjene.

Rizik nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije

Reorganizacijom poslovanja i dokapitalizacijom, Grupa će u narednim godinama imati veću sigurnost u slučaju nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije. Preporučuje se da u narednim godinama nastave provoditi aktivnosti rada na daljinu, intenzivnije korištenje digitalnih oblika oglašavanja i web – trgovine te održavanje stalne komunikacije sa strateškim dobavljačima. Također, preporuka je da se u slučaju nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije vodi više računa o racionalizaciji troškova poslovanja kako bi se izbjegli dodatni pritisci na likvidnost.

Rizik pada cijene olova

Upravljanje rizikom pada cijene olova Grupa se osigurava na temelju sklopljenih višegodišnjih ekskluzivnih ugovora, a na promjenu cijene olova može ublažiti korištenjem terminskih ugovora i robnih opcija. Također, preporučuje se da Grupa kontinuirano prati makroekonomske trendove koji mogu utjecati na devizna kretanja tečajeva kako bi na vrijeme donijela ispravne poslovne odluke i umanjila negativne efekte na poslovanje u diviziji Ekologije.

¹²⁷ CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće* [e – publikacija], preuzeto s [CIAK Grupa godisnje izvjesce 2020.pdf \(ciakgrupa.hr\)](https://www.ciakgrupa.hr/files/godisnje-izvjesce-2020.pdf), str. 18.

5. ZAKLJUČAK

Provedena analiza je pokazala da je Grupa podjednako izložena svim čimbenicima vanjskog okruženja s naglaskom na demografsko – socijalne, ekološke i političke čimbenike koji posljednjih godina dolaze do sve većeg izražaja. Budući da Grupa djeluje u dvije divizije i na nekoliko destinacija, njezino poslovanje je samim time kompleksno i složeno, a izloženost rizicima veća. Današnja pozicija CIAK Grupe je stabilna s očekivanim rastom u narednim godinama, prvenstveno kao rezultat anorganskog rasta i širenja obujma poslovanja na nove destinacije. Velike izazove u narednim godinama predstavljati će tehnološki razvoj, digitalizacija poslovanja, elektrifikacija motornih vozila te primjena recikliranja litij – ionskih baterija. Ukoliko Grupa uspješno implementira nove obrasce poslovanja uz održavanje pozitivnih sinergijskih učinaka postojećih i potencijalnih akvizicija, osigurati će rast i razvoj.

Na temelju analize u radu je identificirano 12 poslovnih rizika koji su od najvažnije značajnosti za CIAK Grupu. Rizik prezaduženosti nalazi na granicama prvog i drugog kvadranta mape rizika. Prema pravilu takav rizik trebalo bi spriječiti, ali zbog velike ovisnosti Grupe o daljnjem anorganskom rastu, rizik prezaduženosti bi trebalo detektirati i konstantno nadzirati sve do kritične granice koja bi ugrozila mogući opstanak poduzeća. Kibernetički rizik je rizik koji sve više prijete brojnim velikim poduzećima. On se nalazi na granici prvog i trećeg kvadranta te njegova pozicija zahtjeva aktivno upravljanje, a ako se naknadno procijeni da je njegova značajnost veća nego procijenjena, trebalo bi ga spriječiti. Reputacijski rizik, a osobito rizik ekspanzije na nova tržišta i rizik manjka kvalificirane radne snage trebalo bi detektirati i nadzirati kako bi se na vrijeme poduzele određene mjere za smanjenje njihove značajnosti na poslovanje Grupe. Politički rizik i rizik promjene zakonodavnog/regulativnog okvira nalaze se u trećem kvadrantu, odnosno to su rizici kojima se treba upravljati. Osobitu pažnju Grupa treba posvetiti kamatnom riziku koji je smješten točno na sjecištu svih kvadranta. Takav rizik je potrebno detektirati, nadzirati i njime aktivno upravljati kako ne bi dodatno ugrozio profitabilnost Grupe. Rizik nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije nalazi se na granici trećeg i četvrtog kvadranta te je preporuka da se njime upravlja ukoliko se nastavi pandemija u narednim godinama. Valutni rizik, ekološki rizik i rizik pada cijene olova smješteni su u četvrtom kvadrantu, odnosno njime treba minimalno upravljati.

Uz sve dinamičnije okruženje i kompleksniju organizaciju strukturu uslijed sve značajnijeg anorganskog rasta, preporučuje se da CIAK Grupa u narednim godinama aktivnije provodi koncept integriranog upravljanja rizicima s ciljem zaštite svih dionika i očuvanja tržišne pozicije i vrijednosti poduzeća

Popis literature:

1. Alliance Automotive Group (b.d.), The Automotive Market preuzeto 4. listopada 2021. s <https://allianceautomotivegroup.eu/about-us/automotive-aftermarket/>
2. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. i Schaefer, S. (2015.), *Economics of Strategy*, 7th Edition, New Jersey: John Wiley & Sons Ltd
3. Bičak, D. (2020., 20. srpnja), Zahvaljujući sjajnom modelu razvoja Tokić bi mogao uspjeti u „posloženoj“ Njemačkoj, *Poslovni dnevnik*, preuzeto s <https://www.poslovni.hr/hrvatska/zahvaljujuci-sjajnom-modelu-razvoja-tokic-bi-mogao-uspjeti-i-u-poslozenoj-njemackoj-4242173>
4. Brigham, E. F. i Ehrhardt, M. C. (2005.), *Financial Management: Theory and Practice*. 11th ed. Mason, Ohio, USA: South-Western, Thomson Corporation
5. Centar za vozila Hrvatske (2021.), Tehnički pregled – statistika [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.cvh.hr/gradani/tehnicki-pregled/statistika/>
6. CIAK Auto d.o.o. (b.d.), preuzeto 24. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/>
7. CIAK Auto d.o.o. (b.d.). CIAK Grupa novi član AD Internationala, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/novosti/ciak-grupa-novi-clan-ad-adrie/>
8. CIAK Auto d.o.o. (b.d.), Reklamacije, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/reklamacije/>
9. CIAK Auto d.o.o. (b.d.), FIGIEFA radi za vas, preuzeto 30. studenog 2021. s <https://ciak-auto.hr/novosti/figiefa-radi-za-vas/>
10. CIAK Grupa (2021.), Obavijest o prvoj fazi projekta Centra za Reciklažu Litij – ion baterija [e - publikacija], preuzeto s <https://www.ciak.hr/wp-content/uploads/2021/04/CIAK-GRUPA-Obavijest-Centar-za-reciklazu-litij-ionskih-baterija.pdf>
11. CIAK Grupa d.d. (2020.), *Godišnje izvješće za 2020. godinu* [e - publikacija], preuzeto s https://www.ciak.hr/wp-content/uploads/2021/04/CIAK%20Grupa%20SEP%20CRO%202020_nekonsolidirani.pdf, str. 7
12. CIAK Grupa d.d. (b.d.), CIAK Grupa zaključila transakciju preuzimanja društva Auto Milovanović d.o.o., Banja Luka, preuzeto 01. studenog 2021. s <https://ciakgrupa.hr/ciak-grupa-zakljucila-transakciju-preuzimanja-drustva-auto-milovanovic-d-o-o-banja-luka/>
13. CIAK Grupa d.d. (b.d.), CIAK team, preuzeto 25. studenog 2021. s <https://ciak.hr/ciak-team/>

14. CIAK Grupa d.d. (b.d.), *Obavijest o zaključenju transakcije preuzimanja*, [e - publikacija], preuzeto s <https://ciakgrupa.hr/wp-content/uploads/2021/03/CIAK-GRUPA-Obavijest-o-zaključenju-transakcije-preuzimanja-15-03-.pdf>
15. CIAK Starter (b.d.), *Trakcijske baterije*, preuzeto 01. prosinca 2021. s <https://ciak-starter.hr/ciak-traction/>
16. COSO (2004.), *Enterprise Risk Management – Integrated Framework*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission [e - publikacija], preuzeto s <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf>
17. Culp, C. (2001.), *The Risk Management Process – Business Strategy and Tactics*, New York, John Wiley & Sons
18. Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management: Value at Risk*, New Jersey: Wharton School Publishing
19. Damodaran, A. (2012.), *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*, New York: John Wiley & Sons
20. Deloitte (2020.), *Automobilska industrija pred potpunim slomom: novi poslovni modeli i kinesko tržište jedini su pokretači rasta u razdoblju poslije krize*, preuzeto 25. listopada s <https://www2.deloitte.com/hr/hr/pages/press/articles/future-of-car-sales-in-2035.html>
21. Energetika – net. com (2021.), *Nakon 2035. EU zabranjuje automobile s unutarnjim izgaranjem*, preuzeto 1. studenog s <http://www.energetika-net.com/vijesti/elektromobilnost/nakon-2035-eu-zabranjuje-automobile-s-unutarnjim-izgaranjem-32938>
22. Euler Hermes Global (2021.), *Country Reports* [podatkovni dokument], preuzeto s https://www.eulerhermes.com/en_global/economic-research/country-reports.html
23. European Central Bank (2021.), *Statistical Data Warehouse – EURIBOR* [podatkovni dokument], preuzeto s https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.RT.MM.EURIBOR3MD_HSTA
24. Europska agencija za okoliš (2021.), *Vožnja prema električnoj budućnosti*, preuzeto 20. listopada s <https://www.eea.europa.eu/hr/signals/eea-signal-2017-oblikovanje-buducnosti/clanci/voznja-prema-elektricnoj-buducnosti>
25. Federalno ministarstvo okoliša i turizma (b.d.), *Federalni plan upravljanja 2012 -2017.*, preuzeto 15. listopada 2021. s <https://www.fmoit.gov.ba/bs/okolis/upravljanje-otpadom>

26. Grant, R.M. (2016.), *Contemporary Strategy Analysis: Text and cases edition*, New York, John Wiley & Sons,
27. Hrvatska narodna banka (2021.), Kamatne stope kreditnih institucija na devizne depozite i kredite (stanja) [podatkovni dokument], preuzeto <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>
28. Hrvatska narodna banka (2021.), Tečajna lista [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajna-lista/tečajna-lista>
29. Inter Cars (b.d.), O nama, preuzeto 20.studenog 2021. s <https://intercars.hr/hr/o-nama/>
30. International Monetary Fund (2021.), Real GDP Growth – Annual percent change [podatkovni dokument], preuzeto s https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD
31. Knjigovodstveni servis Kagor (b.d.), Porezna reforma 2021. - promjene propisa u primjeni od 01.01.2021., preuzeto 16. studenog 2021. s <https://kagor.hr/porezna-reforma-2021-promjene-propisa-u-primjeni-od-01-01-2021/>
32. Koller, T., Goedhart, M. i Wessels, D. (2010.), *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th edition., McKinsey & Company, New Jersey: John Wiley & Sons
33. Larrabee, D. T., Voss, J. (2013.), *Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added and Real Options*, New Jersey: John Wiley & Sons
34. McKinsey&Company (2010.), *A Board Perspective on Enterprise Risk Management*, McKinsey Working Papers on Risk, Number 18, preuzeto 6 rujna 2021., s https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/risk/working%20papers/18_a_board_perspective_on_enterprise_risk_management.ashx
35. Metis d.d., Kukljanovo (2021.), *Godišnje izvješće za godinu završenu 31. prosinca 2020. godine zajedno s Izvješćem neovisnog revizora* [e -publikacija], preuzeto s https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:040023360
36. Miloš Sprčić, D. & Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Ekonomski fakultet
37. Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 26-33.
38. Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija

39. Miloš Sprčić, D. et al. (2019.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima - Zbirka poslovnih slučajeva*, Zagreb, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet
40. Miloš Sprčić, D., Zoričić, D., Pecina, E., Sabol, A., Dvorski Lacković, I., Štambuk, L. ... Arh, M. (2020.), *Enterprise Risk Management: Theory and Practice with Selected Case Studies of Multinational Companies*, Zagreb: Faculty of Economics and Business, University of Zagreb
41. MINGOR (2021.), *Pregled podataka o gospodarenju otpadnim baterijama i akumulatorima u 2020. godini – privremeno izvješće*, [e - publikacija], preuzeto s http://www.haop.hr/sites/default/files/uploads/dokumenti/021_otpad/Izvjesca/OTP-baterije_2021.pdf
42. Nyu.edu. Preuzeto s: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
43. Orsag, S. (1997.), *Vrednovanje poduzeća*, Zagreb: Infoinvest
44. Orsag, S., Džidid, A (2018.), *Value Added as a Measure of Economic Profit*. Acta Economica, godina XVI, br. 29, str. 9-37, ISSN 1512-858X, e-ISSN 2232-738X, Banja Luka, Decembar
45. Paoli, L, Gül, T. (2022.), Electric cars fend off supply challenges to more than double global sales, preuzeto 15. ožujka 2022. s https://www.iea.org/commentaries/electric-cars-fend-off-supply-challenges-to-more-than-double-global-sales?utm_content=bufferd90dd&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer
46. Perera, R. (2017.), *The PESTLE Analysis*, Nerdynaut, str. 7 -11, preuzeto s https://books.google.hr/books?id=ZWpLDwAAQBAJ&pg=PA8&hl=hr&source=gbs_selected_pages&cad=3#v=onepage&q&f=false
47. Porter, M.E. (1980.), *Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: The Free Press
48. Porter, M.E. (1985.), *Competitive Advantage, Creating and Sustaining Superior Performance*, New York: The Free Press

49. Republika Hrvatska – Ministarstvo Financija (2021.), Godišnji izvještaj o izvršenju državnog Republike Hrvatske za 2020. godinu – Vodić za građane proračuna [e – publikacija], preuzeto s https://mfin.gov.hr/UserDocsImages//dokumenti/Informacije_za_građane//Vodic%20za%20građane%20-%20Godi%C5%A1nji%20izvje%C5%A1taj%20o%20izvr%C5%A1enju%20Dr%C5%BEavnog%20prora%C4%8Duna%20RH%20za%202020.%20godinu.pdf
50. Republika Hrvatska – Ministarstvo financija (b.d.), Republika Hrvatska ušla u europski tečajni mehanizam, a HNB u blisku suradnju s Europskom središnjom bankom, preuzeto 12. prosinca 2021. s <https://mfin.gov.hr/vijesti/republika-hrvatska-usla-u-europski-tecajni-mehanizam-a-hnb-u-blisku-suradnju-s-europskom-sredisnjom-bankom/3079>
51. Teodora, Š. (2016.), *Prikaz i analiza centralnog skladišta tvrtke CIAK Auto d.o.o.*, završni rad, Sveučilište Sjever, Varaždin, str 14 – 18.
52. The London Metal Exchange – an HKEX Company (2021.), LME Lead Official Prices curve [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.lme.com/en/Metals/Non-ferrous/LME-Lead#Price+graphs>
53. The World Bank (2021.), GDP (current US\$) – Croatia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina, Serbia [podatkovni dokument], preuzeto s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=HR-SI-BA-RS>
54. The World Bank (2021.), GDP growth (annual %) – Croatia, Slovenia, Bosnia and Herzegovina, Serbia [podatkovni dokument], preuzeto s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=HR-SI-BA-RS>
55. Tintor, Ž. (2020.), Analiza financijskih izvještaja u funkciji donošenja kvalitetnijih poslovnih odluka, *Obrazovanje za poduzetništvo - E4E*, 10 (1), 84-103. <https://doi.org/10.38190/ope.10.1.4>
56. Tokić d.o.o. i ovisna društva (2021.), *Godišnje izvješće Društva i konsolidirano godišnje izvješće Grupe za godinu koja je završila 31. prosinca 2020.* [e -publikacija], preuzeto s https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:080313914
57. Trading Economic (2021.), Croatia Inflation Rate [podatkovni dokument], preuzeto s <https://tradingeconomics.com/croatia/inflation-cpi>
58. Transparency International (2021.), Corruption Perception Index – 2020 [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.transparency.org/en/cpi/2020/index/nzl>

59. Vlada Republike Hrvatske (2021.), Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine [e – publikacija], preuzeto s <http://www.rera.hr/upload/stranice/2021/03/2021-03-10/18/nacionalnarazvojnastrategijarhdo2030godine.pdf>
60. Wass, A., Beck, M., Herzberg, R., Hauser, J., Schlehuber, F., Wolk, A. Nikolić, Z. (2021.), *At the Crossroads: The European Aftermarket in 2030* [e - publikacija], preuzeto s <https://web-assets.bcg.com/36/39/e80d073a4067bfe89c7482d6db69/the-european-aftermarket-in-2030.pdf>
61. World Bank Group (2020.), *Doing Business 2020* [e – publikacija], preuzeto s <https://documents1.worldbank.org/curated/en/688761571934946384/pdf/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies.pdf>
62. Zagrebačka burza (2020.), *Prospekt izdanja javnom ponudom i uvrštenja dionica na redovno tržište – CIAK Grupa* [e - publikacija], preuzeto s <https://zse.hr/UserDocsImages/docs/issuers/ipo/2020%20-%20CIAK/2020-10-08%20-%20Prospekt%20CIAK%20Grupa%20javna%20objava.pdf>, str., 82
63. Zakon o porezu na dobit, Narodne novine br. 177/04., 90/05., 57/06., 146/08., 80/10., 22/12., 148/13., 143/14., 50/16., 115/16., 106/18., 121/19., 32/20. i 138/20. (2021.)

Popis slika:

Slika 1.: Prikaz temeljnih ekonomskih pokazatelja i tržišnih udjela strateške Grupe.....	39
Slika 2.: Vertikalna i horizontalna analiza bilance za razdoblje od 2016. do 2020. godine	51
Slika 3.: Vertikalna i horizontalna analiza Računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2016. do 2020. godine	53
Slika 4.: Projicirani plan prihoda od prodaje za razdoblje od 2021. do 2025. godine	58
Slika 5.: Projekcija računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2021. do 2025. godine	59
Slika 6.: Projekcija bilance za razdoblje od 2021. do 2025. godine	61
Slika 7.: Projekcija dugoročne stope rasta poduzeća	63
Slika 8.: Vrste rizika poredanih po vrijednosti.....	76
Slika 9.: Mapa rizika CIAK Grupe.....	76

Popis tablica:

Tablica 1.: Mapa rizika.....	5
Tablica 2.: Primjer SWOT matrice	14
Tablica 3.: Pregled poslovanja destinacija u 2019. i 2020. godini.....	30
Tablica 4.: Pregled tržišne koncentracije Grupe u 2019. godini po pojedinim segmentima i tržištima.....	41
Tablica 5.: Pokazatelji zaduženosti za razdoblje 2016. – 2020. godine.....	54
Tablica 6.: Pokazatelji likvidnosti za razdoblje 2016. – 2020. godine.....	54
Tablica 7.: Pokazatelji aktivnosti za razdoblje 2016. – 2020. godine.....	55
Tablica 8.: Pokazatelji profitabilnost za razdoblje 2016. – 2020. godine	55
Tablica 9.: Pokazatelji investiranja za razdoblje 2016. – 2020. godine.....	56
Tablica 10.: Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala	62
Tablica 11.: Izračun ukupnih sadašnjih vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća	63
Tablica 12.: Izračun procijenjene vrijednosti poduzeća na temelju slobodnih novčanih tokova	64
Tablica 13.: Određivanje razine značajnosti nastupanja rizika	65
Tablica 14.: Određivanje razine vjerojatnosti ostvarenja rizika.....	65
Tablica 15.: Kvantifikacija rizika prezaduženosti.....	66
Tablica 16.: Kvantifikacija rizika manjka kvalificirane radne snage.....	67
Tablica 17.: Kvantifikacija kibernetičkog rizika.....	68
Tablica 18.: Kvantifikacija kamatnog rizika	68
Tablica 19.: Kvantifikacija političkog rizika.....	69
Tablica 22.: Kvantifikacija zakonodavnog/ regulatornog rizika	70
Tablica 21.: Kvantifikacija rizika ekspanzije na nova tržišta.....	71
Tablica 20.: Kvantifikacija ekološkog rizika	72
Tablica 23.: Kvantifikacija reputacijskog rizika	73
Tablica 25.: Kvantifikacija rizika cijene olova	74
Tablica 24.: Kvantifikacija rizika nastavka djelovanja COVID – 19 pandemije.....	76

Popis grafikona:

Grafikon 1.: Strukturne odrednice Porterovog modela pet konkurentskih sila.....	9
Grafikon 2.: Faze životnog vijeka industrije.....	10
Grafikon 3.: BCG matrica.....	11
Grafikon 4.: Organizacijska struktura CIAK Grupe.....	21
Grafikon 5.: Kretanje ukupnog broja automobila, količine utvrđenih grešaka i prosječne starosti vozila u godinama od 2015. do 2020. godine u Republici Hrvatskoj.....	24
Grafikon 6.: Prikaz zatvorenog sustava za recikliranje akumulatora i baterija - CIAK EcoCycle.....	28
Grafikon 7.: Pregled segmenta poslovanja u 2019. i 2020. godini.....	28
Grafikon 8.: Procjenjene stope rasta BDP-a za razdoblje od 2021. do 2025. godine.....	32
Grafikon 9.: Usporedba strategijskih poslovnih jedinica prema relativnoj promjeni prihoda i udjelu u prihodima u 2020. godini.....	44
Grafikon 10.: BCG matrica.....	45