

UPRAVLJAČKE ODLUKE U SVRHU INVESTICIJSKOG ODLUČIVANJA NA PRIMJERU PODUZEĆA MAISTRA D. D.

Mioković, Mihovil

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:148:979934>

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

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



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**UPRAVLJAČKE ODLUKE U SVRHU INVESTICIJSKOG
ODLUČIVANJA NA PRIMJERU PODUZEĆA MAISTRA D. D.**

Diplomski rad

Mihovil Mioković

Zagreb, lipanj 2022.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**UPRAVLJAČKE ODLUKE U SVRHU INVESTICIJSKOG
ODLUČIVANJA NA PRIMJERU PODUZEĆA MAISTRA D. D.
MANAGEMENT DECISIONS FOR THE PURPOSE OF
INVESTMENT DECISION-MAKING ON THE EXAMPLE OF
MAISTRA D. D.**

Diplomski rad

Student: Mihovil Mioković

JMBAG studenta: 0067553005

Mentor: izv. prof. dr. sc. Martina Sopta Ćorić

Zagreb, lipanj 2022.

Sažetak

Svjetska turistička organizacija (UNWTO) je objavila kako su turistički dolasci u svijetu zabilježili pad od 74%, a u Europi 71% u kriznoj 2020. godini, zbog posljedica uzrokovanih pandemijom COVID-19. Efikasnost i efektivnost upravljačkih odluka u turističkom sektoru su samim time bile od velike važnosti za poslovanje u hotelijerskoj industriji za vrijeme pandemije. Predmet istraživanja ovog rada je analiza uspješnosti poslovanja i donošenja upravljačkih odluka u poduzeću Maistra d.d., čija je matica Adris grupa d.d., prije, za vrijeme i nakon pandemije COVID-19.

Turistički sektor je najvažnija grana gospodarstva u Republici Hrvatskoj te zauzima udio od 20% BDP-a, čime je Hrvatska vodeća zemlja Europske unije s najvišim udjelom turističkog sektora u ukupnom BDP-u. Tome svjedoči pad BDP-a u 2020. godini od 8,1%, kao i rast BDP-a od 10,4% u 2021. godini kada je bila povoljnija epidemiološka situacija. Za analizu uspješnosti poslovanja Maistre d.d. korišteni su sekundarni izvori podataka, točnije revidirani godišnji financijski izvještaji dobiveni na stranicama Zagrebačke burze i službenim stranicama Maistre d.d. te je korištena metoda komparacije i deskripcije. Također, u ovom radu su osim turističke industrije, analizirane industrija osiguranja i prehrambena industrija koje su prisutne u poslovanju Adris grupe d.d., koja je matica društvima Croatia osiguranje d.d. i Cromaris d.d.

Ključne riječi: Maistra d.d., Adris grupa d.d., COVID-19, ekstremno dinamička okolina, upravljačke odluke

Summary

The World Tourism Organization (UNWTO) announced that tourist arrivals in the world fell by 74%, and in Europe by 71% in the crisis of 2020, due to the consequences caused by the COVID-19 pandemic. The efficiency and effectiveness of management decisions in the tourism sector were therefore of great importance for the hotel industry during the pandemic. The subject of this paper is the analysis of business performance and management decisions in the company Maistra d.d., whose parent company is Adris grupa d.d., before, during and after the COVID-19 pandemic.

The tourism sector is the most important branch of the economy in the Republic of Croatia and accounts for 20% of GDP, making Croatia the leading country in the European Union with the highest share of the tourism sector in total GDP. This is evidenced by the decline in GDP in 2020 of 8.1%, as well as GDP growth of 10.4% in 2021 when the epidemiological situation was more favorable. For the analysis of the performance of Maistra d.d., secondary data sources were used, more precisely the audited annual financial statements obtained on the website of the Zagreb Stock Exchange and the official website of Maistra d.d., comparison and description methods were also used. Also, in this paper, in addition to the tourism industry, the insurance industry and the food industry are analyzed, which are present in the business of Adris grupa d.d., which is the parent company of Croatia osiguranje d.d. and Cromaris d.d.

Key words: Maistra d.d., Adris grupa d.d., COVID-19, extremely dynamic environment, management decisions

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

Sadržaj

| | | |
|--------|--|----|
| 1. | UVOD..... | 1 |
| 1.1. | Definiranje problema istraživanja | 1 |
| 1.2. | Ciljevi rada | 1 |
| 1.3. | Metode istraživanja | 1 |
| 1.4. | Struktura rada | 2 |
| 2. | UPRAVLJAČKI ASPEKTI POSLOVNOG REZULTATA..... | 3 |
| 2.1. | Priroda i teorija profita | 3 |
| 2.2. | Pokazatelji profitabilnosti | 6 |
| 2.3. | Računovodstveni vs. ekonomski profit | 7 |
| 2.4. | Ekonomski profit kao mehanizam donošenja odluka o alokaciji resursa | 8 |
| 2.5. | Utjecaj kriterija vremenske vrijednosti novca na optimalizaciju profita | 9 |
| 2.6. | Utjecaj načina rješavanja problema principal-agent s aspekta rada menadžmenta na visinu profita..... | 9 |
| 3. | UPRAVLJAČKE ODLUKE U SVRHU INVESTICIJSKOG ODLUČIVANJA..... | 11 |
| 3.1. | Odlučivanje u uvjetima nesavršenih informacija i asimetrije informacija..... | 11 |
| 3.2. | Vrjednovanje informacijske podloge za odlučivanje | 13 |
| 3.3. | Odlučivanje u uvjetima sigurnosti, rizika i neizvjesnosti | 17 |
| 3.4. | Metode donošenja investicijskih odluka u uvjetima rizika | 21 |
| 3.5. | Upravljačko vrjednovanje investicijskih odluka | 27 |
| 4. | UPRAVLJAČKE ODLUKE NA RAZINI ADRIS GRUPE..... | 31 |
| 4.1. | Analiza industrije | 31 |
| 4.2. | Povijesni pregled Adris grupe | 45 |
| 4.3. | Organizacijska i vlasnička struktura | 48 |
| 4.4. | Financijska analiza poslovanja..... | 54 |
| 5. | INVESTICIJSKO ODLUČIVANJE NA PRIMJERU PODUZEĆA MAISTRA DIONIČKO DRUŠTVO ZA HOTELIJERSTVO I TURIZAM..... | 59 |
| 5.1. | Opći podaci o poduzeću Maistra d. d. | 59 |
| 5.2. | Politika društveno odgovornog poslovanja u poduzeću Maistra d. d. | 63 |
| 5.3. | Analiza uspješnosti poslovanja Maistra d. d. od 2016. do 2021. godine | 67 |
| 5.3.1. | Financijski pokazatelji..... | 67 |

| | | |
|----------|--|----|
| 5.3.1.1. | Rentabilnost kapitala..... | 69 |
| 5.3.1.2. | Rentabilnost imovine | 70 |
| 5.3.1.3. | Ukupna rentabilnost dionice | 71 |
| 5.3.2. | Nefinancijski pokazatelji..... | 72 |
| 5.3.2.1. | TQM – Potpuno upravljanje kvalitetom | 72 |
| 5.3.2.2. | BSC – Uravnotežena karta ciljeva | 75 |
| 6. | ZAKLJUČAK..... | 79 |
| | LITERATURA..... | 81 |
| | POPIS TABLICA..... | 84 |
| | POPIS SLIKA | 84 |
| | ŽIVOTOPIS | 85 |

1. UVOD

1.1. Definiranje problema istraživanja

Menadžeri današnjice žive u ekstremno dinamičkom okruženju gdje je sama budućnost nepredvidiva, što uvelike utječe na same upravljačke odluke menadžera. Dugoročna planiranja i donošenje dugoročnih strategija u bilo kojoj industriji su gotovo nezamisliva. Turizam u Republici Hrvatskoj neizravno utječe na 20% BDP-a i s obzirom na činjenicu kako je Hrvatska malo otvoreno gospodarstvo, pojavom virusa COVID-19 na početku 2020. godine, Hrvatska je za 2020. pretrpjela značajni pad BDP-a od 8,1% u odnosu na prethodnu 2019. godinu. Upravljačke odluke menadžera, poglavito u hotelijerskoj industriji za vrijeme pandemije, bile su ujedno i prijetnja i prilika za samo poduzeće, stoga će se detaljno proučiti investicijske odluke poduzeća MAISTRA dioničko društvo za hotelijerstvo i turizam, odnosno Maistra d. d., kako bi se dobila kompletna slika efikasnosti i efektivnosti upravljačkih odluka menadžmenta.

1.2. Ciljevi rada

Ciljevi rada su prikazati teorijski okvir samih upravljačkih odluka, odnosno upravljačkih aspekata poslovnih rezultata te kako iste odluke utječu na daljnje investicije u Adris grupaciji, točnije na poduzeće Maistra d. d. unutar same grupacije. Također, ciljevi ovoga rada su provjera efikasnosti i efektivnosti upravljačkih odluka menadžera u svrhu investicijskog odlučivanja, s posebnim naglaskom na krizna vremena za hotelijersku industriju za vrijeme pandemije COVID-19, koja je najviše pogodila poslovanje turističkog sektora.

1.3. Metode istraživanja

Kroz rad će se u teorijskom dijelu govoriti o tome kako bi upravljanje poduzećem trebalo izgledati i što se sve podrazumijeva pod sintagmom upravljanje, a u završnom dijelu će se prikazati poslovanje, odnosno upravljanje poduzećem Maistra d. d. prije i za vrijeme korona krize te koliko je sama kriza utjecala na poduzeće, njezine vlasnike i stakeholdere općenito, za što će se koristiti metoda klasifikacije, dok će se za poslovanje poduzeća Maistra d. d. od

2016. do 2021. godine koristiti metoda komparacije. Također, kroz rad će biti prožeta metoda deskripcije. U radu će se koristiti sekundarni izvori podataka. Sekundarni izvori podataka se odnose na domaću i međunarodnu znanstvenu i stručnu literaturu, internetske izvore kao i domaću bazu FinInfo te Zagrebačku burzu, koja daje pregled financijskih izvještaja, odluke Glavne skupštine i ostalih objava vezanih uz poduzeća u Republici Hrvatskoj koja kotiraju na samoj burzi. Najveći izvor sekundarnih podataka se nalazi na službenoj stranici Maistra d. d. koja ima detaljne informacije i zanimljivosti za svoje korisnike usluga, odnosno kupce, vlasnike i onima koji to žele postati, za potencijalne zaposlenike i dobavljače, a za što će se koristiti metoda specijalizacije i indukcije. Stručni doprinos ovog diplomskog rada bit će vidljiv kroz analizu i metode temeljenih na objektivnosti, pouzdanosti, preciznosti, sustavnosti i općenitosti kojom će se utvrditi mogu li se poduzeća u hotelijerskoj industriji ili ugostiteljstvu, ugledati na upravljanje poduzećem Maistra d. d. U ovom radu, koristit će se metode apstrakcije i analize tako što će se tražiti uzroci i posljedice na temelju kojih će se donositi zaključci pomoću rastavljanja cjelovitog na sastavne elemente.

1.4. Struktura rada

Ovaj diplomski rad sastoji se od šest poglavlja. U uvodu se definira problem istraživanja, ciljevi samog rada, metode istraživanja kao i sama struktura rada. U drugom i trećem poglavlju se obrađuje teorijski dio rada. Točnije, u drugom poglavlju će biti prikazani upravljački aspekti poslovnog rezultata i njihov značaj, a u trećem poglavlju će se teorijski prikazati razne mogućnosti upravljačkih odluka u različitim okolnostima, a sve u svrhu donošenja investicijskih odluka. U četvrtom poglavlju će se detaljno analizirati upravljanje Adris grupacijom gdje će se konkretizirati prethodna teorijska poglavlja, kao i konkretizacija u petom poglavlju koja se odnosi na upravljačke odluke poduzeća Maistra d. d. Konačno, dubinskom analizom poslovanja i upravljačkih odluka menadžmenta, kako u Adris grupaciji tako i u samom poduzeću Maistra d. d. unutar same grupacije, izvest će se zaključak u posljednjem šestom poglavlju.

2. UPRAVLJAČKI ASPEKTI POSLOVNOG REZULTATA

2.1. Priroda i teorija profita

Priroda i teorija profita se svakako prije svega razlikuju po industrijama. Sam profit ne može biti jednak bavili se poljoprivredom odnosno prehrambenom industrijom, turizmom odnosno ugostiteljstvom, brodogradnjom, građevinom, drvnom industrijom i slično. Štoviše, u istoj industriji stope profita nisu iste pa se tako primjerice stopa profita u prehrambenoj industriji razlikuje uzgaja li se kukuruz ili ječam, u turizmu iznajmljivanje premiumiziranih objekata ili apartmanskih naselja, u građevini primjerice niskogradnja ili princip „ključ u ruke“¹, u drvnj industriji primjerice izrada namještaja ili proizvodnja paleta. Isto tako, opće je poznato da je farmaceutska, vojna i informatička industrija daleko profitabilnija od tekstilne ili prehrambene industrije.

Teorije profita su korisne prilikom donošenja upravljačkih odluka u svrhu investicijskog odlučivanja. Svakako valja istaknuti da korištenje određene, po poduzeće optimalne teorije ovisi i o industrijskoj grani u kojoj se samo poduzeće nalazi. Ove razlike mogu se objasniti na osnovu nekoliko teorija.²

- Teorija objašnjenja profita rizikom
- Frikcijska teorija profita
- Monopolska teorija profita
- Inovacijska teorija profita
- Teorija profita na temelju menadžerske aktivnosti

Kod teorije objašnjenja profita rizikom (engl. *risk-bearing theory of profit*) polazi se od teze da vlasnici poduzeća trebaju biti nagrađeni višom stopom povrata za rizik koji preuzimaju, budući da ne polažu pravo na fiksnu stopu povrata na svoja ulaganja.³ Prema toj teoriji,

¹ Gradnja po sistemu „ključ u ruke“ podrazumijeva izvedbu kompletnih radova na objektu uključujući i uređenje eksterijera, odnosno okoliša.

² Salvatore, D. (1994.), *Ekonomija za menadžere u svjetskoj privredi*. Zagreb: Mate, str. 16.

³ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 62.

dolazi se do osnovne ekonomske teze, a ta je da što je veći rizik, očekuje se i veći profit. Primjer takvih industrija su energetska industrija, IT industrija, farmaceutska industrija te sve one industrije u kojima se prethodno zahtijevaju značajna kapitalna ulaganja u istraživanje i razvoj, koja će se naplatiti kasnije kroz proizvode ili uslugu. Također, primjer toga bi bilo ulaganje u dionice nekog društva u odnosu na ulaganje u obveznice. Teorija objašnjavanja profita rizikom može se objasniti u kontekstu tzv. normalnih profita, pri čemu se „normalno“ definira u smislu relativnog rizika nekog alternativnog ulaganja.⁴ Drugim riječima, normalni profiti za poduzeća koja su sklonija rizičnijim poslovanjima bi trebala ostvarivati veći profit od poduzeća koja imaju averziju prema riziku, odnosno ona koja su podložna višem stupnju sigurnosti poslovanja.

Frikijska teorija profita ili teorija granične ravnoteže je teorija prema kojoj profiti nastaju zbog trenja odnosno frikcije ili odstupanja od dugoročne ravnoteže.⁵ S napretkom tehnologije, poduzeća se danas nalaze u ekstremno dinamičkom okruženju, što znači da se situacija na tržištu može mijenjati iz dana u dan. Kako po pitanju ponude i potražnje, tako i po pitanju prisutnosti konkurencije. Samim time, poduzeće je podložno učestalim promjenama koje se mogu reflektirati na dobit ili gubitak samog poduzeća. Svako zdravo poduzeće bi trebalo imati za cilj poslovati neograničeno. Teorijski gledano, u dugoročno savršeno konkurentnoj ravnoteži, poduzeća nastoje zaraditi nulti ekonomski profit, odnosno normalan povrat prilagođen riziku koje je poduzeće snosilo. U današnjem okruženju i u praksi, savršena ravnoteža ne postoji, stoga poduzeća određene industrijske grane mogu ostvarivati profit ili snositi gubitak. Kada poduzeća u određenoj industriji počnu generirati visoke profite, automatizmom ta industrija dobiva na pažnji te poduzetnici nastoje ući u istu industriju nadajući se osvojiti određeni tržišni udjel. Posljedično povećanoj konkurenciji dolazi do smanjenja profita sve do razine normalnog povrata, prilagođenog za stupanj rizika. Tada na površinu izlaze efikasnost i efektivnost samih poduzeća te ona koja su manje učinkovita počinju generirati gubitke i napuštaju industriju, nakon čega dolazi opet do povećanja cijene te se gubici eliminiraju. Kao primjer frikcije i promjena odnosa ponude i

⁴ McGuigan, J. R. i Moyer, R. C. (1993.), *Managerial Economics*, 6. izdanje, Eagan, MN: West Publishing Company, str. 7.

⁵ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 62.

potražnje može se navesti porast korištenja plastike i aluminija pri izradi automobila, što smanjuje potražnju za čelikom, a time i profite proizvođača čelika.⁶

Monopolska teorija profita opisuje situaciju u kojoj je neko poduzeće jedini ponuditelj dobara i/ili usluga na određenom tržištu. U takvoj situaciji, monopolsko poduzeće može povećavati cijenu proizvoda tako što smanjuje količinu proizvodnje te tako ostvaruje monopolski profit. Monopolski položaj može nastati zbog ekskluzivne kontrole cjelokupnih ili vitalnih inputa, ekonomije obujma, vladinih ograničenja, vlasništva nad patentima, potrebe za značajnim kapitalnim ulaganjima i sl.⁷ Monopolski profit je u svakom slučaju veći od profita u uvjetima prisutnosti konkurencije.

Inovacijska teorija profita je usko povezana s monopolskom teorijom profita, jer jedan od načina da se u monopolskoj teoriji generiraju abnormalno visoki profiti jest upravo sami rezultat uspješnog uvođenja inovacije. Kada poduzeće ostvaruje visoke profite, onda to isto poduzeće ima prostora za ulaganje u inovacije koje kasnije, urode li plodom, odnosno inovacijom, to isto poduzeće ostvaruje sve veći i veći profit. Također, samu inovaciju se može i zaštititi, odnosno patentirati. Poduzeće koje posjeduje patent za neki proizvod i/ili uslugu je u monopolskoj situaciji te u početku ostvaruje velike količine profita, a kada vremenski period na patent istekne, onda ostala poduzeća počinju koristiti inovaciju ili istu oponašati što dovodi do smanjenja stope profita na taj patent.

Teorija profita na temelju menadžerske aktivnosti ili kompenzacijska teorija, govori kako iznadprosječne menadžerske aktivnosti generiraju iznadprosječne profite. U uvjetima prisutnosti konkurencije, menadžment je taj koji snosi odgovornost za poslovanje poduzeća jer su zaduženi za konstrukciju samog poslovanja prema zaposlenicima, dobavljačima, kupcima i općenito stakeholderima. Također, uspješni menadžment koristi svoje znanje i vještine za redukciju troškova te povećanje efikasnosti i efektivnosti poslovanja poduzeća. Primjer uspješnog menadžera i osobe koja daje dodanu vrijednost samom poduzeću je Steve Jobs, iza kojega jasno stoje rezultati kada je vodio Apple, kako je Apple poslovao bez njega i kako je poslovao nakon njegova povratka.

⁶ Ibid.

⁷ Ibid., str. 63.

2.2. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti mjere uspjeh ostvarivanja zarada poduzeća, odnosno veličinu dobiti u odnosu na angažiranu imovinu.⁸ Samim time, poželjno ih je koristiti svakodnevno u menadžmentu kako bi se redovito stvarala realna slika poslovanja poduzeća te kako bi mogli prognozirati buduća poslovanja. Vlasnicima poduzeća je ultimativni cilj povećanje njihovog bogatstva, što dovodi do izvedenih ciljeva svakog poduzeća sažetih na sljedeće: preživljavanje na neograničeni rok, stabilnost, rast, maksimizacija prihoda, maksimizacija profita i maksimizacija povrata na investirani kapital.⁹ Pokazatelje profitabilnosti možemo podijeliti u dvije skupine:

- 1) Pokazatelje profitabilnosti u odnosu prema prodaji:
 - a. Bruto marža profita
 - b. Neto marža profita
- 2) Pokazatelje profitabilnosti u odnosu prema ulaganjima
 - a. Rentabilnost imovine (ROA)
 - b. Rentabilnost kapitala (ROE)

Bruto marža profita označava udio bruto dobiti uvećanu za kamate s ukupnim prihodom od prodaje poduzeća. Što je bruto marža profita veća, to je poduzeće uspješnije u ostvarivanju zarade te nam govori koliko posto prihoda poduzeće ima za pokrivanje svojih troškova.

$$\text{Bruto marža profita} = \frac{\text{Dobit prije oporezivanja}}{\text{Prihod od prodaje}} \quad (1)$$

Neto marža profita stavlja u odnos neto dobit s prihodima od prodaje poduzeća. Razlika između bruto i neto marže je u poreznom opterećenju te je upravo zato neto marža najprecizniji pokazatelj koliki točno postotak od prihoda ostaje za slobodno raspolaganje.

$$\text{Neto marža profita} = \frac{\text{Dobit nakon oporezivanja}}{\text{Prihod od prodaje}} \quad (2)$$

⁸ Vujević K. i Strahinja R. (2009.), *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište u Rijeci, str. 104.

⁹ Belak, V. (2014.), *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling [EV/EBITDA]*. Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge

Rentabilnost imovine (engl. Return on Assets – ROA) ukazuje koliko je poduzeće sposobno ostvariti profita na jednu jedinicu uložene imovine. Rentabilnost imovine uključuje vlastite i tuđe izvore. Vrijednost stope povrata uvelike ovisi o industriji kojoj poduzeće pripada.

$$\text{Pokazatelj neto rentabilnosti imovine} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupna imovina}} \quad (3)$$

Rentabilnost vlastitog kapitala (engl. Return on Equity – ROE) ukazuje na sposobnost poduzeća pri stvaranju povrata na vlastite izvore financiranja, odnosno koliko je poduzeće sposobno ostvariti profita na jednu jedinicu vlastitog kapitala.

$$\text{Pokazatelj neto rentabilnosti imovine} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Glavnica (Vlastiti kapital)}} \quad (4)$$

2.3. Računovodstveni vs. ekonomski profit

Termin profit se često koristi kao uspjeh poslovanja nekog poduzeća. U pravilu, osnova ekonomske pismenosti je znati poimanje profita, koji označava pozitivnu razliku između prihoda i rashoda, odnosno kada su prihodi veći od rashoda onda govorimo o profitu, a kada su rashodi veći od prihoda, onda govorimo o gubitku.

No, potrebno je razlikovati dvije vrste profita: poslovni i ekonomski.¹⁰ Poslovni profit predstavlja pozitivnu razliku između ukupnih prihoda i ukupnih eksplicitnih troškova, odnosno računovodstvenih troškova. Eksplicitni, odnosno računovodstveni troškovi su oni troškovi koji su potrebni pri stvaranju novih vrijednosti, kao na primjer trošak zaposlenika, trošak najma, trošak izdataka za materijalne resurse te su to općenito troškovi koji imaju odljev gotovine, odnosno novca. Ekonomski profit je pozitivna razlika između ukupnih prihoda te ukupnih eksplicitnih i implicitnih troškova. Implicitni troškovi se još nazivaju i oportunitetnim troškovima te kod njih nema novčanih izdataka, ali implicitno se može javiti trošak ako neki resurs nije optimalno iskorišten, kao na primjer ne iznajmljivanje zemljišta.

¹⁰ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 60.

Poslovni profit se koristi u računovodstvene, a samim time i u porezne svrhe te nam govori je li poduzeće sposobno nastaviti poslovanje, a ekonomski profit nam je važan u investicijskom odlučivanju. Ekonomski profit može biti manji ili jednak poslovnom profitu što bi u tom slučaju značilo da poduzeće posluje optimalno, a ekonomski profit odgovara na pitanje treba li poduzeće uopće nastaviti s poslovanjem. Mjereći na razini industrije, ekonomski profit je dobar pokazatelj jer pozitivni ekonomski profiti ukazuju na to da se nastavi s ulaganjem u industriju, dok negativni ekonomski profiti, odnosno ekonomski gubitci, ukazuju na povlačenje iz industrije.

2.4. Ekonomski profit kao mehanizam donošenja odluka o alokaciji resursa

Moguće je razlikovati tehničku i ekonomsku efikasnost.¹¹ Tehnička efikasnost polazi od toga da se s određenom količinom inputa proizvede maksimalna količina outputa, pri tome da se svaki output može proizvesti na više načina te je svaki tehnički efikasan. Tehnička efikasnost ne brine o učinkovitoj alokaciji oskudnih resursa. Kada se uključi kriterij cijene proizvodnih čimbenika, pojam tehničke efikasnosti potrebno je nadopuniti pojmom ekonomske efikasnosti.¹² Ekonomska efikasnost polazi od toga da se kombinacijom određenih proizvodnih čimbenika, odnosno inputa, dolazi do outputa uz najmanji mogući trošak.

Ekonomski profit je moguće ostvariti isključivo uz prisutnost ekonomske efikasnosti. Ekonomska efikasnost je važna za menadžere jer je nit vodilja pri upravljanju resursima i pomaže im pri otkrivanju prilika za ostvarivanje profita. Ako alokacija resursa nije ekonomski efikasna, onda postoji mogućnost ispravka neefikasnosti i samim time mogućnost za ostvarivanjem profita. Smatra se da je alokacija resursa ekonomski efikasna ako nikakva realokacija resursa ne može unaprijediti položaj jedne osobe, a da pritom ne pogorša položaj druge.¹³

¹¹ Wilkinson, N. (2005.), *Managerial Economics: A Problem-Solving Approach*, Cambridge: Cambridge University Press, str. 181.

¹² Png, I. i Lehman, D. (2007.), *Managerial Economics, 3. izdanje*, Hoboken, NJ: Blackwell Publishing, str. 146.

¹³ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 74.

2.5. Utjecaj kriterija vremenske vrijednosti novca na optimalizaciju profita

Kriterij vremenske vrijednosti novca igra veliku ulogu kod optimalizacije profita. Vremenska vrijednost novca (engl. Time Value of Money) je koncept gdje gledajući apsolutni iznos, npr. tisuću kuna, danas tih tisuću kuna vrijedi više nego tisuću kuna za godinu dana. Kod vremenske vrijednosti novca, stopa inflacije sama pojedje realnu vrijednost novca za godinu dana usporedivši isti iznos s današnjim te time smanji kupovnu moć.

$$FV_n = PV_0 * (1+k)^n \quad (5)$$

FV = future value (buduća vrijednost)

PV = present value (sadašnja vrijednost)

k = interest rate (kamatna stopa)

n = number of compounding time periods (vremenski period)

Uzevši u obzir kako bi buduća vrijednost novca bila zadovoljavajuća, kamatna stopa mora biti na zadovoljavajućoj razini, a isto tako je poznato da što je vremenski period kraći time je i poželjniji. Poduzeća samim time nastoje svoj novac alocirati u investicije koje bi potencijalno dovele do ekonomske efikasnosti, odnosno optimalne razine profita, za razliku od toga da oroče dio investiranog novca u banku. Kriterij vremenske vrijednosti novca se uzima u obzir prilikom izračunavanja čiste sadašnje vrijednosti, praga prihvatljivosti nekog projekta, interne stope profitabilnosti te indeks profitabilnosti.

2.6. Utjecaj načina rješavanja problema principal-agent s aspekta rada menadžmenta na visinu profita

Problem principal-agent ili agencijska dilema je termin koji se koristi kod motivacije agenta da radi za interes poduzeća, odnosno principala koji ih je i iznajmio. Taj problem se javlja kada principal unajmljuje agenta da obavlja poslove za njega tako da na taj način utječe na blagostanje principala.¹⁴ Problem koji se može pojaviti sa strane principala je da sam agent

¹⁴ Fama, F. F. (1980.), „Agency Problems and the Theory of the Firm“, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

ima posložene prioritete prema samome sebi, a ne prema principalu, odnosno krajnjem vlasniku. Interesu vlasnika poduzeća je da poduzeću raste vrijednost. Često je viđena usporedba američkih i europskih poduzeća. Američka poduzeća teže maksimizaciji profita, dok europska teže dugoročnom poslovanju. U oba slučaja vlasnici, u ovom kontekstu principalu, očekuju profitabilnost samih poduzeća kako bi se njihove želje zadovoljile.

Kako ne bi došlo do principal-agent problema, vlasnici često definiraju menadžerima fiksne primitke po osnovi nesamostalnog rada, tzv. plaću ili dohodak, uz dodatne bonuse ako se ostvari pozitivan, odnosno očekivani rezultat po vlasnika. Kako bi poduzeće ostvarilo pozitivan rezultat, primjerice neto dobit, menadžeri moraju povećati prihodovnu stranu ili minimizirati troškove poslovanja kako bi smanjili rashodovnu stranu. Međutim, menadžeri poduzeća, u ovom kontekstu agenti, mogu biti skloni raznim potezima kako bi poduzeće prikazali profitabilnim, ali to ujedno ne mora značiti povoljnu situaciju za vlasnike poduzeća. Primjerice, to najviše možemo vidjeti u redukciji kvalitete samih proizvoda ili usluga koje si je poduzeće do tog trenutka priskrblivalo. Na primjer, redukcija kvalitete voznog parka ako se s Mercedes-Benz automobila prelazi na Renault automobile, s visokokvalitetnih mobilnih i prijenosnih računala koje pruža Apple prelazi na kineski Xiaomi i Lenovo. Kratkoročno, u tim slučajevima, poduzeće može biti na dobitku, ali dugoročno zbog vijeka trajanja samih uređaja, često se dolazi do poznate engleske poslovice „Nisam dovoljno bogat da kupujem jeftine stvari.“

U svakom slučaju, agent bi trebao imati dostojnu fiksnu plaću, ali bi trebao težiti bonusu na kraju godine te tako biti kontinuirano motiviran za podizanje vrijednosti samom poduzeću, odnosno vlasnicima. Povećanje dodatne vrijednosti nije moguće ako poduzeće ne radi efikasno, odnosno čini prave stvari i efektivno, odnosno čini stvari na pravi način. Također, poželjno je da se sam agent stavi u kožu vlasnika poduzeća te se ponaša i donosi odluke kao da je i on sam vlasnik poduzeća. Sam principal može motivirati agenta da mu ne isplaćuje bonus u apsolutnom nominalnom iznosu, već kroz udjele u poduzeću čime sam agent postaje principalom.

3. UPRAVLJAČKE ODLUKE U SVRHU INVESTICIJSKOG ODLUČIVANJA

3.1. Odlučivanje u uvjetima nesavršenih informacija i asimetrije informacija

Nesavršene ili nepotpune informacije oblik su nesavršene informiranosti. Imati nepotpunu informaciju znači imati nepouzdana znanje o nečemu.¹⁵ Tako većina ljudi, samim time i poduzetnika te menadžera, ne zna pouzdano što ih očekuje za godinu dana. Život u ekstremno dinamičkom okruženju, praćen progresivnim rastom tehnološke industrije, ne ide u prilog pouzdanosti informacija koje očekuju ljude u bliskoj, a kamoli daljoj budućnosti.

Asimetrija informacija predstavlja drugi oblik nesavršene informiranosti. Za razliku od nepotpunih informacija, asimetrija informacija se javlja kada jedna strana u transakciji ima točnije ili bar pouzdanije informacije od drugih.¹⁶ Ovakva situacija je češće viđena u praksi te se ljudi svakodnevno susreću s njom. Često se dogodi da je jedna strana povlaštena informacijama, dok je druga u podređenoj poziciji zbog toga. Iz tog razloga su primjerice napisani i zakoni o trgovanju na burzama, gdje je zabranjeno trgovati dionicama nekog poduzeća onima koji imaju povlaštene informacije o istome. Također, odjel marketinga postoji kako bi došlo do simetrije informacija o proizvodu ili usluzi između prodavatelja i kupca. S druge strane, kada bi postojala savršena simetrija informacija u tehnološkom i inovativnom pogledu, odjel istraživanja i razvoja ne bi bio prisutan u gotovo svakoj velikoj korporaciji.

Ako je prisutnost visokog stupnja asimetrije informacija na tržištu, to može dovesti do njegova raspada, što u stručnoj literaturi nazivamo „tržištem limuna“. Logično objašnjenje ovog problema može se ilustrirati na primjeru tržišta rabljenih vozila.¹⁷ Na tržištu postoje kvalitetna vozila i ona koja su u lošijem stanju, tzv. „limuni“. S obzirom na asimetriju informacija, prodavatelji su u boljoj poziciji te će s toga kupci biti skeptični oko cijene za kvalitetan auto te će ponuditi prosječnu cijenu, što će prodavatelj odbiti. U tom slučaju,

¹⁵ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 274.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Akerlof, G. A. (1970.), The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>

tržište rabljenih automobila će kolabirati jer ih nitko neće htjeti kupiti po realnoj vrijednosti, a prodavatelji ih neće biti spremni prodati po nižoj vrijednosti od realne. Skepticizam kod kupaca može postojati s razlogom jer vlasnici automobila barataju potpunim informacijama te je moguće prikrivanje određenih kvarova, skidanje kilometraže i slično.

Upravo iz tih razloga, važno je nastojati doći do savršene konkurencije na tržištu tako da između kupaca i prodavatelja postoji simetrija informacija. Kao u slučaju prodaje rabljenih automobila, tako i s većinom drugih poslova, prodavatelji, odnosno poduzeća, nastoje brendirati svoj proizvod ili uslugu te tako postati simbolom sigurnosti i kvalitete kod kupaca što im se vraća kroz kupnju njihovih proizvoda i lojalnost samih kupaca. Cijena i reklama mogu pružiti signale kupcima o opravdanosti kupovine dobara čija se kvaliteta može utvrditi tek iskustvom konzumiranja ili korištenja (tzv. *experience goods*)¹⁸, kao što su primjerice automobili i hrana.¹⁹ Neka poduzeća koja proizvode dobra više kvalitete, primjerice automobil Lexus, imaju za cilj na tržištu startati s nižim cijenama kako bi došli do lojalnih kupaca i ponovljene kupnje, a samim time i do redovnih te stabilnih prihoda. Međutim, ima i onih drukčijih pogleda na određivanje početne cijene po izlasku na tržište. Tako neki smatraju kako za novi, kvalitetni proizvod početna cijena treba biti visoka kako bi potrošačima signalizirala da se radi o kvalitetnom proizvodu.²⁰ Psihologija većine potrošača je takva da smatraju proizvod kvalitetnijim što mu je cijena viša te s toga ne čudi i ovakav pogled na tržišni ulazak. Posljedica toga bi bilo postepeno smanjivanje cijene proizvoda u obliku određenih popusta, kako se glasina o istome širi.

¹⁸ Nelson, P. (1974.), Advertising as information, *Journal of Political Economy*, 82(4), 729-754. <https://doi.org/10.1086/260231>

¹⁹ Milgrom, P. i Roberts, J. (1986.), Price and Advertising Signals of Product Quality, *Journal of Political Economy*, 94(4), 796-821. <https://doi.org/10.1086/261408>

²⁰ Bagwell, K. i Riordan, M. K. (1991.), High and Declining Prices Signal Product Quality, *The American Economic Review*, 81(1), 224-239.

3.2. Vrijednovanje informacijske podloge za odlučivanje

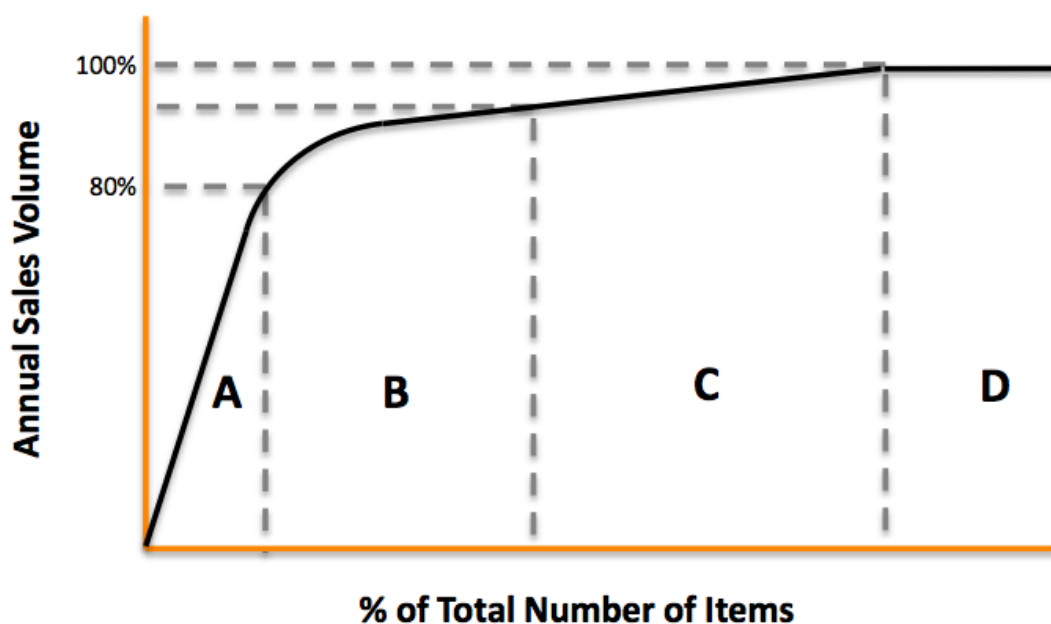
Informacijski sustav je jedan od podsustava menadžmenta te uz sustav upravljanja ljudskim potencijalima dobiva sve više na značaju. Informacijski sustav koji je pretežito orijentiran za potrebe menadžmenta, naziva se Upravljački informacijski sustav (engl. Management Informations System – MIS). Zadatak sustava vođenja je efikasno i efektivno upravljanje sustavom izvođenja. Svrha informacija jest dakle povećanje znanja o aktivnostima izvođenja, a ono je potrebno menadžmentu za planiranje, kontrolu, organiziranje, upravljanje ljudskim potencijalima i, svakako, za oblikovanje vrednota – vizije, misije, ciljeva – organizacije.²¹ Osnovni zadatak informacijskog sustava je prikupljanje, pohranjivanje, obrada i isporuka informacija koje onda pomažu menadžmentu u njihovu odlučivanju. Kako su podaci temelj informacija, oni se moraju najprije analizirati i moraju imati određenu svrhu kako bi postali informacija. Samim time, informacijski sustav se temelji na sustavu obrade podataka.

Instrumenti informiranja su prije svega od izrazita značaja za kontroling, a samim time neposredno i za menadžment koji donosi odluke na razini poduzeća zbog čega je i odgovoran za rezultat istoga. Od instrumenata informiranja najpoznatiji su sustav ranog upozorenja, ABC analiza, pokazatelji te sustavi pokazatelja. Kod sustava ranog upozorenja, često ćemo se susresti s pojmom „efekt leptira“ koji se pripisuje meteorologu M. E. Lorenzu, a sama ideja govori o tome kako let jednog leptira u Brazilu može uzrokovati tornado u Teksasu. Naravno, ta se ideja ne shvaća doslovno, već je sam Lorenz utvrdio kako nijedan fizikalni sustav koji se ne ponaša periodično, nije predvidiv. Konačno, sam „efekt leptira“ se može tumačiti kao mali uzrok, a velika posljedica. Sustav ranog upozorenja se u početku, tzv. prva generacija, oslanjao na kvantitativne podatke te su se informacije dobivale analizom proračuna. Danas se sustav ranog upozorenja temelji na kvalitativnim podacima dobivenim opisivim signalima, npr. promjene iniciraju političari ili organizacije svojim stavovima. Jedan od prvih praktičnih primjera sustava ranog upozorenja je bio „kanarinac u rudniku“. Rudari bi doslovno, kako bi izbjegli trovanje i smrt ugljičnim monoksidom, u krletku stavili kanarinca i nosili ga sa sobom u rudnik. Kada bi se kanarinac onesvijestio, to bi bio signal

²¹ Osmanagić Bedenik, N. (2007.), *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Zagreb: Školska knjiga, str. 179.

rudarima da je prisutan ugljični monoksid te da napuste rudnik čim prije kako ne bi došlo do trovanja. ABC analiza se smatra jednim od najvažnijih instrumenata kontrolinga i informiranja. Analiza je pogodna jer razdvaja bitno od nebitnog. Kategorizacija elemenata ide na sljedeći način: „A“ – vrlo važni, „B“ – manje važni i „C“ – nevažni elementi. Također, ABC analiza nam govori kako u pravilu 20% proizvoda generira 80% prihoda. Rezultat ove primjene može se prikazati Lorenzovom krivuljom. Slabost ove metode je relativno samovoljan izbor razreda.

Slika 1. ABC analiza



Izvor: <https://medium.com/eazystock/advanced-abc-classification-for-inventory-management-f06f285a317a> (preuzeto 29. ožujka 2022.)

Pokazatelji su neizostavni, katkad i jedini mogući instrument zadavanja ciljeva, poslovnog planiranja, kontrole i informiranja.²² Kod pokazatelja je najbitniji izbor relevantnih pokazatelja, međusobni odnos pokazatelja kako bi se vidjelo koji su važniji i izbor osnovice za uspoređivanje. Također, garancija za uspjeh poduzeća je aktivno sprječavanje opasnosti tako da poduzeće uvijek polazi od novih potencijala uspjeha koji bi donijeli uspjeh, a samim time i likvidnost poduzeću. Sustav pokazatelja je uređen skup pokazatelja, gdje svakako valja istaknuti DuPont, ZVEI, ADT i od sintetičkih, odnosno zbrojnih ili skupnih

²² Osmanagić Bedenik, N. (1993.), *Potencijali poduzeća*, Zagreb: Alinea, str. 84.

pokazatelja, Altmanov i Kralicekov model. DuPont-System of Financial Control je nastao 1919. i smatra se najstarijim i najjednostavnijim sustavom pokazatelja, gdje fokus nije na apsolutnoj vrijednosti dobitka, već na relativnoj veličini rentabilnosti kapitala (ROI). DuPont sustav pokazatelja se samim time i smatra najstarijim instrumentom kontrolinga. ZVEI sustav polazi od rentabilnosti i likvidnosti kao glavnih veličina. ADT sustav, Analiza – Dijagnoza – Terapija je hrvatski sustav koji za fokus ima povećanje izgleda poduzeća za trajan uspjeh na jačanju snage i razgradnje slabosti. Od sintetičkih pokazatelja, Altmanov model je nastao na uzorku američkih financijskih izvješća, a Kralicekov model je nastao na temelju europskih financijskih izvješća te razdvaja zdrava od nezdravih poduzeća. Kod oba pokazatelja se nastoji vidjeti posluje li poduzeće stabilno ili mu prijete opasnost od stečaja. U svakom slučaju, za sve instrumente informiranja, računovodstvo je najvažnije područje internog informiranja i iz njega se crpi najviše podataka.

Jedna od glavnih karakteristika informacijskog sustava je pružanje potpore unutar poduzeća kako bi menadžment mogao donijeti što kvalitetniju odluku baziranu na informacijskoj podlozi. Kako bi informacijska podloga bila što kvalitetnija, potrebna je potpora različitih poslovnih procesa unutar organizacije. Prije svega izvršnih i upravljačkih procesa te komunikacija koja je od izuzetnog značaja kako bi svi dionici bili informirani. Shodno tome, možemo navesti kako se informacijski sustav sastoji od sljedećih triju dijelova koji omogućavaju provedbu prethodno navedenih procesa:²³

- Izvršni dio – sustav za obradu transakcija
- Upravljački dio – sustav za potporu upravljanja
- Komunikacijski dio – sustav za komunikaciju i suradnju

Izvršni dio informacijskog sustava daje potporu u provođenju izvršnih procesa unutar samog poduzeća te stvara poslovne promjene u djelatnostima kojima se samo poduzeće bavi. Naziva se ujedno i sustavom za obradu transakcija zato što se evidentiranje poslovnih promjena odvija putem transakcija. Upravljački dio sustava za potporu upravljanja je zadužen za potporu upravljačkih procesa organizacije. Upravljački dio obrađuje podatke dobivene iz vanjskih izvora i dobivene iz izvršnog dijela, s ciljem stvaranja informacija koje

²³ Varga, M. (2016.), Dijelovi informacijskoga sustava, u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju* (str. 9-10.), Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb

pomažu menadžmentu pri upravljačkim odlukama. Komunikacijski dio informacijskog sustava sve više dobiva na značaju jer dolazi do razgradnje mentaliteta silosa, odnosno razgradnje nespremnosti dijeljenja informacija. Informacije bi trebale biti dostupne svim dionicima poduzeća, a ne samo menadžmentu istoga, upravo zbog motivacije samih zaposlenika, agilnosti poslovanja i na kraju krajeva, mogućnosti da netko s niže hijerarhijske razine uoči potencijalni problem u dobivenoj informaciji.

Sustav za upravljanje resursima (eng. Enterprise Resource Planning - ERP) je zapravo niz međusobno povezanih transakcijskih aplikacija čiji podaci se nalaze integrirani (povezani) u zajedničkoj bazi podataka, a koji potječu iz funkcijki različitih dijelova organizacije, primjerice iz odjela proizvodnje, razvoja, prodaje, marketinga itd. ERP sustav omogućava sustavno bilježenje stanja različitih poslovnih aktivnosti organizacije poput proizvodnje i prodaje. Uz navedeno, putem ERP sustava moguće je povećati stupanj automatizacije i optimalizacije poslovnih aktivnosti organizacije.²⁴ Sustav za upravljanje resursima je najviše vezan uz proizvodna poduzeća, ali može biti i od značajne pomoći poduzećima hotelijerstva i turizma zbog uslužne djelatnosti, velikog broja poslovne aktivnosti i aktivnosti vezane uz imovinu samog uslužnog poduzeća. Općenito, sam ERP može doprinijeti kvaliteti i poslovanju samog poduzeća, tako da na temelju informacija dobivenih iz samog sustava za upravljanje resursima, poveća kvalitetu planiranja, upravljačkim odlukama i kontroli istih.

²⁴ Varga, M. (2016.), Sustav za upravljanje resursima (ERP), u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju* (str. 45-57.), Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb

3.3. Odlučivanje u uvjetima sigurnosti, rizika i neizvjesnosti

Menadžerima je u današnjem ekstremno dinamičkom okruženju gotovo nezamislivo donositi odluke u uvjetima sigurnosti zato što isti praktički i ne postoje zbog nesavršenosti informacija, neizvjesnosti i rizika. Analiza u situaciji nepotpunih informacija u svrhu donošenja menadžerskih odluka može se razmatrati uz pomoć statističkih koncepata očekivane vrijednosti i varijance²⁵ određene varijable. Varijabla može biti bilo koje ekonomske kategorije, od profita, cijena, prihoda, potrošačeva dohotka i slično, a vrijednost same varijable je a priori nepoznata.

Prilikom odlučivanja u uvjetima rizika, jedino što je poznato je procijenjena vjerojatnost nastanka određene vrijednosti same varijable. Za primjer možemo uzeti bacanje kocke te si postaviti pitanje kolika je prosječna očekivana vrijednost ishoda. Prilikom bacanja kocke, vjerojatnost svakog ishoda je 1/6 te isto možemo izraziti na sljedeći način:

$$E(x) = \frac{1}{6} (1) + \frac{1}{6} (2) + \frac{1}{6} (3) + \frac{1}{6} (4) + \frac{1}{6} (5) + \frac{1}{6} (6) = 3,5 \quad (6)$$

Nemoguće je znati koji broj će sudionik bacanja kocke dobiti, ali je moguće zaključiti da će očekivana vrijednost ishoda biti 3,5. Očekivana vrijednost neke varijable (prosjek) definira se stoga kao suma vjerojatnosti mogućih ishoda pomnoženo s mogućim vrijednostima ishoda. Matematički rečeno: ako su mogući ishodi slučajne varijable x_1, x_2, \dots, x_n , a pripadajuće vjerojatnosti ishoda q_1, q_2, \dots, q_n , očekivana vrijednost varijable x iznosi:²⁶

$$E(x) = q_1 x_1 + q_2 x_2 + \dots + q_n x_n \quad (7)$$

Pritom treba napomenuti da suma vjerojatnosti uvijek iznosi 1, odnosno 100%. Matematički:

$$q_1 + q_2 + \dots + q_n = 1 \quad (8)$$

²⁵ Baye, M. i Prince, J. (2013.), *Managerial Economics and Business Strategy*, 9. izdanje, New York, NY: McGraw Hill, str. 448-449.

²⁶ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 267.

Ovakav koncept, koristan je menadžerima prilikom uvođenja novog proizvoda u poduzeće, uvođenja projekata istraživanja i razvoja, investicijskih projekata i slično. Primjerice, kod ulaganja u novi proizvod, s obzirom na analizu makroekonomista da će stopa inflacije ove godine biti viša nego prije, porast cijene energenata i ratni sukobi između Rusije i Ukrajine, same sankcije Rusiji i sl., ne zvuče obećavajuće. Stoga ne čudi da bi se pogotovo Europa, ali i cijeli svijet, po brojnim analizama mogao suočiti s krizom koja će pogoditi gospodarstvo više nego kriza 2008., a mnogi već i smatraju kako se svijet već nalazi u istoj. Međutim, Europska unija sa svojim glavnim institucijama, Europskom komisijom i Europskim parlamentom, već su počeli tražiti alternative kako krizu ne bi osjetili krajnji potrošači, ali i sami proizvođači prije svega. Velike europske pa i svjetske korporacije kažu kako već osjećaju posljedice sankcija u obliku prekida trgovinskih odnosa prema Rusiji kao trgovinskom partneru, porast cijene energenata, visoku stopu inflacije i sl., a da će mala poduzeća osjetiti posljedice tek kroz određeno vrijeme. Međutim, čelnici europskih organizacija nastoje dati sve od sebe kako proizvođači ne bi osjetili posljedice te tako ugasili proizvodne pogone ili povećali cijenu koja će se reflektirati na „malog čovjeka“, odnosno potrošača. Tako, ako će makroekonomske analize ići ka oporavku gospodarstva, onda poduzeća mogu očekivati povećanje dohotka građana što bi moglo osigurati zadovoljavajuću razinu prihoda dostatnu za uvođenje novog proizvoda. Menadžer tako može ocijeniti kolika bi bila stopa profitabilnosti uvođenjem novog proizvoda pri nastavku recesije ili s oporavkom gospodarstva te porastom potražnje. Na osnovi očekivane vrijednosti profita, menadžment donosi odluku hoće li se upustiti u ulaganje proizvodnje novog proizvoda ili će pak privremeno, a možda čak i trajno odustati od uvođenja novog proizvoda.

Uz prosječnu očekivanu vrijednost neke varijable, u prethodnom slučaju profita, važno je odrediti i stupanj rizika koji također ovisi o odluci menadžmenta i krajnjem ishodu. Može se uzeti jednostavan primjer bacanja novčića. U prvom slučaju jedna strana novčića donijet će osobi 1 kn, a druga će izazvati gubitak od 1 kn. Drugi slučaj se može temeljiti na dogovoru da jedna strana novčića donosi 10 kn, a druga strana izaziva gubitak od 10 kn. U oba slučaja očekivana vrijednost je nula, odnosno smatra se da osoba neće niti dobiti, niti izgubiti u ovoj igri. Postoji 50%-tna vjerojatnost da će se pojaviti i jedna i druga strana novčića. Iako je i u jednom i u drugom slučaju očekivana vrijednost jednaka, ove dvije igre su po svojoj prirodi bitno različite. U drugoj igri devijacija, odnosno odstupanje od srednje vrijednosti ishoda znatno je veće. Za menadžera je važno raspolagati s informacijom koja ukazuje na rizik

povezan s nekim ishodom. Najčešća mjera rizika je varijanca koja ukazuje na devijaciju mogućeg ishoda od prosječne vrijednosti s obzirom na vjerojatnost nastanka nekog ishoda. U slučaju da je očekivana vrijednost od x dana izrazom $E(x)$, varijanca za x se može izraziti na način:²⁷

$$\sigma^2 = q_1(x_1 - Ex)^2 + q_2(x_2 - Ex)^2 + \dots + q_n(x_n - Ex)^2 \quad (9)$$

Varijanca za prvi slučaj bacanja novčića je:

$$\sigma^2 = \frac{1}{2}(1 - 0)^2 + \frac{1}{2}(-1 - 0)^2 = 1 \quad (10)$$

Varijanca za drugi slučaj bacanja novčića je:

$$\sigma^2 = \frac{1}{2}(10 - 0)^2 + \frac{1}{2}(-10 - 0)^2 = 100 \quad (11)$$

S obzirom na to da je varijanca drugog slučaja bacanja novčića veća nego li prva, drugi primjer se može smatrati rizičnijim od prvog. Standardna devijacija je drugi korijen od varijance što za prvi slučaj iznosi 1, a u drugom slučaju je standardna devijacija 10.

Menadžer će stoga prilikom donošenja odluke za daljnje investicije, gledati očekivanu vrijednost neke ekonomske varijable kao sumu mogućih ishoda i varijancu neke ekonomske varijable kao mjeru rizika. Neka je ekonomska varijabla profit. Menadžeri u pravilu donose odluke na temelju njihove sklonosti prema riziku. Mogu biti skloni, indiferentni ili imati averziju prema riziku. U prvom slučaju, kada su menadžeri skloni riziku, skloniji su upuštati se u rizičnije investicije kako bi maksimizirali svoj profit te su očekivanja kod takvih menadžera na povrat uloženog puno veća, odnosno menadžeri će se upustiti u investicije s visokom očekivanom vrijednošću profita. Menadžeri koji su indiferentni, odnosno neutralni prema riziku, odabire projekte koji će maksimizirati očekivani profit. Kada menadžeri imaju averziju prema riziku, skloniji su sigurnijim investicijama s nižom očekivanom vrijednošću profita, dokle god je rizik minimalan, a očekivana zarada na neki način zajamčena. Čest primjer menadžera koji imaju averziju prema riziku i koji su skloniji „igri na sigurno“, su ili vlasnici ili suvlasnici samog poduzeća. Dugotrajan i neprekinut blagi rast je nešto što

²⁷ Ibid., str. 267-268.

osigurava poslovanje poduzeća na neodređeno, ali često nije u suglasju s ostalim manjinskim dioničarima koji zahtijevaju što veći kapitalni dobitak kroz porast vrijednosti dionice na tržištu, gdje bi isplata dividende na kraju uspješne godine bila još samo dodatna beneficija i zadovoljstvo vlasnika, odnosno imatelja dionica. S obzirom na tu situaciju, menadžment će se najvjerojatnije odlučiti na diversifikaciju ulaganja, odnosno, ulaganja u više projekata različitih stupnjeva rizika. Također, kako bi zadovoljili vlasnike, jedna od motivacija menadžera je dodjela bonusa na kraju godine. Vlasnici zajedno s menadžmentom mogu postaviti ciljeve te odrediti normu koja mora biti zadovoljena ili odrediti bonuse u postotnom iznosu na pozitivan rezultat na kraju godine. U svakom slučaju, koju god odluku donijeli, menadžeri bi trebali evidentirati dokumentaciju na temelju koje je donesena odluka kako bi je kasnije mogli opravdati s obzirom na informacije u tom trenutku, uzevši u obzir ekstremno dinamičko okruženje kojim je poduzeće, ali samim time i svi stakeholderi, okruženo.

Uvodeći čimbenik neizvjesnosti u sam koncept razmišljanja menadžera, dolazi do promjena u količini proizvodnje. Primjerice, pretpostavlja se da je menadžer indiferentan prema riziku, a potražnja neizvjesna. Menadžer će doći do maksimizacije profita ako je granični prihod veći ili u najmanju ruku jednak graničnom trošku. U razdoblju neizvjesnosti, potražnja za proizvodima je nepoznata, a samim time nam je nepoznat granični prihod, dok je granični trošak poznat. Stoga će menadžer granične prihode izjednačavati s graničnim troškovima koji su poznati. Ako će pak biti da su granični prihodi manji od graničnih troškova, menadžer bi u tom slučaju trebao smanjivati output jer će se to više reflektirati na smanjenje graničnih troškova nego na smanjenje graničnih prihoda.

Može se zaključiti da je proces maksimalizacije profita kada je menadžer indiferentan prema riziku, u uvjetima neizvjesnosti, sličan procesu maksimalizacije profita u uvjetima sigurnosti, uz korekciju koja predstavlja menadžerovu očekivanu razinu prihoda u uvjetima neizvjesne potražnje.²⁸

²⁸ Ibid., str. 269.

3.4. Metode donošenja investicijskih odluka u uvjetima rizika

Potrošači imaju potrebu prema određenim dobrima, ali isto tako prilikom kupovine dobara imaju određeni rizik prema istima. Potrošači koji imaju averziju prema riziku, preferiraju sigurne iznose dobara, oni koji su skloni riziku skloniji su i rizičnijim iznosima, a oni indiferentni, odnosno neutralni, ne pokazuju preferencije. Većina ljudi u pravilu nije sklona riskirati, osim ako je stupanj rizika na razini manjih dobitaka ili gubitaka. Što je razina dobitaka ili gubitaka veća, sklonost riziku kod većine ljudi je manja.

Menadžeri poduzeća koja se nalaze u situaciji lansiranja novog proizvoda različitim metodama pokušavaju prevladati rizik kupovine kupaca. Drugim riječima, nekim taktikama nastoje neutralizirati potrošačevu nesklonost riziku.²⁹ U pravilu, svakom poduzeću bi za cilj trebalo biti da ima što više lojalnih kupaca na asortiman proizvoda ili usluga koje poduzeće nudi. Na takav način, poduzeće na tim proizvodima ili uslugama može planirati određeni udio prihoda i na njima temeljiti izvor investicija za nove proizvode. Prilikom uvođenja novog proizvoda, menadžment se u pravilu susreće s problematikom potrošačeve nesklonosti riziku da kupi novi proizvod, pogotovo ako se radi o homogenoj skupini proizvoda koja se na tržištu može lako zamijeniti. Kako bi prilikom uvođenja novog proizvoda neutralizirali potrošačevu nesklonost riziku, menadžment mora imati plan za uvođenje novog proizvoda na tržište. Primjerice, Atlantic grupa je za svoju premium čokoladu Jimmy Fantastic prije nego li ju stavio na tržište, oglašavao sami naziv čokolade na billboard-ima, odnosno jumbo plakatima, tramvajskim stanicama, društvenim mrežama i sl. prije nego li su otkrili da je zapravo riječ o premium čokoladi koja kad se pojavila u maloprodajnim centrima, svi su više-manje znali za istu. Jimmy Fantastic je primjer dobre prakse gdje su menadžment i odjel marketinga napravili kvalitetan posao. Sličan primjer dobre prakse menadžmenta i marketinga je bilo pri uvođenju usluge George od Erste banke, koja pruža korisnicima uslugu brzog plaćanja. George aplikaciju su, osim billboard-a, reklamirali na TV-u pri udarnom terminu ili špici, ali se isto tako nije znalo što je to George, je li to proizvod ili usluga te je samim time pobudilo interes kod potrošača. Pri uvođenju novog proizvoda, odjel marketinga igra veliku ulogu u tome kako će sam proizvod plasirati

²⁹ Baye, M. i Prince, J. (2013.), *Managerial Economics and Business Strategy*, 9. izdanje, New York, NY: McGraw Hill, str. 452-455.

na tržište jer interes potrošača uvelike ovisi o tome koliko će potrošači biti voljni kupiti novi proizvod. Menadžment može prilikom uvođenja novog proizvoda smanjiti cijenu u odnosu na konkurentne homogene proizvode te samim time reducirati rizik potrošača kako bi se odlučili na kupnju jer će potrošač biti skloniji eksperimentiranju ako će za njega kupnja novog proizvoda potencijalno značiti mali gubitak. Ako se cijene dovedu u isti ili malo niži rang od konkurencije, ne mora nužno značiti da će potrošači biti skloni kupnji novog proizvoda jer velik udio samih potrošača ima lojalnost prema određenom proizvodu. Dakako, olakotna okolnost menadžmenta će biti ta ako samo poduzeće ima već uspostavljen jaki brand te će potrošači lojalni već postojećem proizvodu poduzeća, biti skloniji kupnji novog proizvoda od poduzeća koje je kod njih izgradilo određeni renome. Međutim, i u tom slučaju kod određene skupine potrošača postojat će rizik pri kupnji novog proizvoda. Menadžeri će u tom slučaju posegnuti za taktikom darivanja potrošača besplatnim uzrocima kako bi se potrošači sami uvjerali u kvalitetu proizvoda te će tom prilikom nastojati pokazati svoj proizvod superiornijim nad konkurencijom.

Nesklonost riziku potrošača razlogom je odlukama menadžera da budu dijelom nekog lanaca, umjesto da posluju neovisno.³⁰ Najčešći takav primjer u svijetu je upravo McDonald's. Neki od potrošača prilikom putovanja u inozemstvo, nemaju sklonost eksperimentiranju lokalne hrane te će se odlučiti za konzumaciju hrane upravo u nekim od poznatih lanaca kao što je to McDonald's. S druge strane, danas se putem interneta mogu lako pronaći lokalni restorani s recenzijama koje ljudi ostave te na osnovu povjerenja prema drugim potrošačima, ljudi su sigurniji i lakše će konzumirati hranu u dobro ocijenjenim lokalnim objektima. Međutim, ako se potrošači razočaraju u kvalitetu hrane, unatoč dobro ocijenjenim lokalnim restoranom od strane drugih potrošača, sljedeći obrok će najvjerojatnije konzumirati u nekim od poznatih lanaca.

Sektor osiguranja je definitivno sektor koji najviše profitira od potrošačeve nesklonosti riziku. Razlog je taj što su potrošači skloni platiti osiguravajućoj kući mali iznos u usporedbi s osiguravajućom štetom objekta koje im osiguranje nudi. Ljudi su tako spremni platiti zaštitu od rizika. Danas se osigurati može gotovo sve, tako da u pravilu zaposlenici

³⁰ Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, str. 271.

osiguravajućih kuća nude potrošačima cijelu lepezu mogućnosti te kada isti usporede premiju osiguranja s potencijalnom naknadom za štetu koja je uvelike veća od premije, potrošači su skloni osigurati se u što je više moguće područja.

Metoda donošenja investicijskih odluka se ostvaruje kroz sam proces odlučivanja. Menadžeri u pravilu odlučuju između određenih alternativa na temelju informacija koje su dobili. U suvremenim uvjetima, nije dovoljno samo donijeti odluku, već je potrebno nadzirati provođenje same odluke kako bi ista bila pravilno provedena te nakon uspješne implementacije odluke, potrebno je istu kontrolirati. U tom kontekstu proces odlučivanja moguće je sistematizirati ovako:

- faza pripreme odluke:
 - identifikacija problema
 - postavljanje ciljeva odlučivanja
 - prikupljanje relevantnih informacija
 - generiranje alternativnih rješenja
 - evaluacija generiranih alternativnih rješenja
- faza donošenja odluke
- faza provođenja odluke i
- faza kontrole provođenja odluke³¹

Valja istaknuti kako ne postoji egzaktna metodologija odlučivanja kojom bi menadžer mogao osigurati kvalitetno i uspješno provođenje odluke. Sve se na kraju svodi na subjektivnost, odnosno samog menadžera kao donositelja odluke. Na kraju krajeva, menadžer je odgovoran za rezultat samog poduzeća. U suvremenim uvjetima, kada informacije i nisu toliko sigurne kao prije ili dolazi do učestalih promjena na tržištu zbog same dinamike tržišta, menadžeri nisu u poziciji donositi odluke na temelju stopostotne ili apsolutne informiranosti, već na temelju informacija koje su im u tom trenutku dane. Zato je i zadatak samog menadžmenta da stvori agilni sustav unutar samog poduzeća, gdje će sam proces informiranja biti brži, kvalitetniji, bolje integrirani, odnosno agilniji, kako bi mogao

³¹ Sikavica, P., Bebek, B., Skoko, H. i Tipurić, D. (1999.), *Poslovno odlučivanje*, 2. izdanje, Zagreb: Informator, str. 62–66.

donositi odluke u uvjetima rizika sa što većom informiranošću o samim posljedicama odluke.

Jedna od investicijskih odluka menadžmenta može biti i ulaganje u vrijednosne papire. Menadžment može odlučiti uložiti u neko drugo poduzeće koje kotira na burzi iz više razloga. U pravilu ulagač, u ovom slučaju poduzeće kao pravna osoba, očekuje određeni prinos na dionice u obliku dividendi i sami tržišni rast dionice u obliku kapitalnog dobitka. Ulaganje može biti i strateške naravi ako se menadžment odluči na kupnju značajnog vlasništva redovnih dionica, kako bi bili sukreatori politike samog poduzeća te potencijalno u budućnosti preuzeli većinski udio samog poduzeća te s time postali glavni kreator politike poslovanja preuzetog poduzeća. Menadžment uz brojne financijske i nefinancijske pokazatelje poduzeća u koje planira uložiti kupnjom dionica istoga, vrlo vjerojatno izračunava i popularni model procjenjivanja kapitalne imovine, poznat pod nazivom CAPM (engl. Capital asset pricing model) koji je moguće i najpopularniji teorijski model. O modelu procjenjivanja kapitalne imovine može se govoriti i kao o specijalnom slučaju jednoindeksnih modela budući da se kod ovog modela sva sistematska kretanja svode na kretanje cjelokupnog tržišta.³² CAPM predstavlja odnos između sistematskog rizika i očekivanog povrata imovine. Vanjski rizici se mogu nazvati i sistemskima, jer su zadani, proizlaze iz eksternih okolnosti na koje ne možemo utjecati i djeluju na sva poduzeća.³³ Iako, CAPM nije idealan jer postoji problem kod istog modela zbog nekih od njegovih pretpostavki, kao na primjer da nema poreza niti transakcijskih troškova, da svi ulagači imaju ista ili slična očekivanja i da svi ulagači mogu u nedogled uzimati kredit uz danu nerizičnu kamatnu stopu. Te su pretpostavke nerealistične za uvijete stvarnog tržišta te su se u određenoj mjeri ublažavale u financijskoj teoriji, tako da model i dalje ostane konzistentan s izvornom idejom. Upravo zbog tako frigidno postavljenih pretpostavki model još i dan danas izaziva čitav niz kontroverzi u financijskoj teoriji.³⁴ Sharp-Lintnerov CAPM model se može prikazati jednadžbom na sljedeći način:

³² Orsag, S. (2015.), *Investicijska analiza*, Zagreb, Avantis i HUFA

³³ Orsag, S. (1997.), *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb: RIFIN, str. 227.

³⁴ Orsag, S. (2011.), *Vrijednosni papiri, Investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo: Revicon

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f) \quad (12)$$

ER_i = Zahtijevani prinos na i -oti vrijednosni papir

R_f = Nerizična kamatna stopa

β_i = Beta koeficijent i -ote dionice

ER_m = Očekivani tržišni prinos

Premija sistematskog, odnosno tržišnog rizika vrijednosnog papira, dana je umnoškom beta koeficijenta vrijednosnog papira i premije rizika na cjelokupno tržište.³⁵ Premija tržišnog rizika zapravo je razlika između očekivanog prinosa na ulaganje i bezrizične stope prinosa.³⁶ Beta koeficijent i njegov sam koncept je izrazito bitan za CAPM. Beta mjeri osjetljivost prinosa dionice, odnosno vrijednosnih papira, na promjene tržišnog prinosa. Beta koeficijent je volatilan te nije nikakva mjera ukupnog rizika dionica, odnosno vrijednosnih papira. Ukupan rizik dionica, odnosno vrijednosnih papira, se izračunava standardnom devijacijom prinosa. Imajući na umu intenzivno korištenje CAPM modela u praksi, kolokvijalno se razvila klasifikacija vrijednosnih papira prema njihovom beta koeficijentu:³⁷

- Agresivni vrijednosni papiri ($\beta > 1$) – očekuju se veće promjene prinosa vrijednosnih papira nego što su promjene tržišnog prinosa. Orijentacija na agresivne vrijednosne papire u aktivnoj strategiji investiranja slijedi kad se očekuje rast tržišnog prinosa.
- Prosječni vrijednosni papiri ($\beta = 1$) – očekuje se jednako kretanje prinosa vrijednosnih papira i tržišnog prinosa
- Defenzivni vrijednosni papiri ($\beta < 1$) – očekuju se manje promjene prinosa vrijednosnih papira nego što su promjene tržišnog prinosa. Orijentacija na defenzivne vrijednosne papire u aktivnoj strategiji investiranja slijedi kad se očekuje pad tržišnog prinosa. U tom slučaju, investitori se žele zaštititi od pada vrijednosti samih vrijednosnih papira.

³⁵ Ibid.

³⁶ Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y. i Salvi, A. (2014.), *Corporate Finance: Theory and Practice*, 4. izdanje, West Sussex: John Wiley and Sons

³⁷ Orsag, S. (2011.), *Vrijednosni papiri, Investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo: Revicon

CAPM je i danas jedan od najpopularnijih modela u financijskom sektoru prilikom donošenja investicijskih odluka u uvjetima rizika. Iako sam model nailazi na brojne kritike s obzirom na same pretpostavke. Neke od njih su ranije spomenute, a uz njih bi se dalo navesti još neke. Na primjer, kako CAPM ima pretpostavku da investitori imaju realna, odnosno racionalna očekivanja, što je u praksi rijedak slučaj. Jedna od relevantnijih kritika je sama procjena beta koeficijenta, koje s vremenom postaje nestabilna s obzirom na to da se u praksi izračunava na temelju povijesnih podataka. Bilo kako bilo, ne postoje financijski i nefinancijski pokazatelji, razni poslovni modeli i sl. koji mogu zagwarantirati uspješnu investicijsku odluku u uvjetima rizika jer sama ekstremno dinamička okolina ne dopušta isto. Ali u svakom slučaju, koristeći se kvalitetnim pokazateljima i modelima, menadžeri mogu reducirati rizik od neuspješne investicije i na temelju kvalitetne analize očekivati pozitivne rezultate za donesene odluke koje se temelje na samoj kvalitetno napravljenj analizi.

Analiza sistematskog rizika razvijena je kao instrument financijskog menadžmenta. Međutim, na pogodan se način može upotrijebiti i kao metoda pripreme informacija za investicijsko odlučivanje. Primjena analize sistematskog rizika u investiranju temelji se na odnosu između rizičnosti određenog projekta i rizičnosti tržišnog portfelja investicija, to jest na odnosu između specifičnog i sistematskog rizika.

Veličina sistematskog rizika služi kao temelj za formiranje očekivane stope prinosa kao ključnog kriterija za odluku o investiranju. Prema tome, relevantna veličina za investicijsko odlučivanje je jedino sistematski (opći tržišni) rizik.

Ključni instrument suvremene analize sistematskog rizika je koeficijent beta. U postupku vrednovanja investicijskih prijedloga koeficijent beta se koristi za formiranje tražene stope prinosa (cijene kapitala) kao objektivnog kriterija investicijskog odlučivanja. Postupak vrednovanja pojedinačnih investicijskih opcija temelji se na suvremenoj metodi financijske analize koja se naziva Capital-Asset Pricing Model (model određivanja vrijednosti uloženog kapitala), odnosno skraćeno CAPM.

3.5. Upravljačko vrjednovanje investicijskih odluka

Investicijske odluke se donose na temelju detaljnih poslovnih analiza menadžmenta te se prije samog pothvata investiranja, menadžment nastoji maksimalno informirati o mogućem riziku investicije, potencijalnoj zaradi te općenito mogućnosti uspjeha samog pothvata i reperkusije na isti. Ocjena investicijskih projekata u hrvatskoj se gospodarskoj praksi uz statičku ocjenu u pravilu provodi primjenom:

- metoda diskontiranog tijeka novca
- metodom neto sadašnje vrijednosti
- metodom interne stope rentabilnosti³⁸

Metoda diskontiranja novčanih tokova (engl. Discounted Cash Flow Method, DCF metoda) temelji se na pro forma predviđanju očekivanih novčanih tokova u budućnosti poduzeća koje se vrednuje i koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost.³⁹ Važno je pri diskontiranju novčanih tokova uzeti u obzir vremensku preferenciju novca, točnije novčanih primitaka i izdataka. Također, metoda diskontiranog tijeka novca, gleda vrijednost poduzeća kao na sumu potencijalnih neto prihoda. S obzirom na činjenicu kako postoji određena razina rizičnosti tijeka novca, što li je veći rizik, bit će i viša diskontna stopa u samom modelu procjenjivanja vrijednosti poduzeća.

Metoda neto sadašnje vrijednosti (engl. Net present value, NPV) je razlika između sadašnje vrijednosti novčanih primitaka i izdataka nekog projekta ili neke potencijalne investicije. Metoda se koristi za određene količine novca koju bi investicija trebala kreirati, analogno troškovima koji su prilagođeni vremenskoj vrijednosti novca. Metoda neto sadašnje vrijednosti nam govori kako je jedna kuna danas, uvijek vrjednija od jedne kune sutra. Ako je neto sadašnja vrijednost veća od nule, onda je investicijski projekt prihvatljiv, a ako je manja od nule, onda dolazi do odustajanja od investicijskog projekta.

Metoda interne stope rentabilnosti (engl. Internal rate of return, IRR) je metoda koja se koristi u financijskoj analizi za procjenu profitabilnosti potencijalnih ulaganja. Interna stopa

³⁸ Pušar Banović, D. (2009., listopad), Metoda vrednovanja upravljačkih opcija (real option) pri ocjeni i planiranju investicijskih projekata, *Računovodstvo, revizija i financije*, preuzeto s <https://www.rrif.hr/clanak-12160/>, str. 97.

³⁹ Sprčić Miloš, D. i Orešković Sulje, O. (2012). *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, str. 105.

rentabilnosti je diskontna stopa koja čini neto sadašnju vrijednost svih novčanih tokova jednako nuli, u analizi diskontiranog novčanog toka. Što je interna stopa rentabilnosti veća, to je investicija poželjnija te se s toga može zaključiti da je interna stopa rentabilnosti povrat novca zarađen na nekoj investiciji. Isto tako, ako je interna stopa rentabilnosti veća od tražene stope povrata, a u tom slučaju najčešće se radi o ukupnom trošku kapitala dobivenim WACC metodom kao ponderirani prosječni trošak kapitala, projekt je pozitivno ocijenjen te je prihvatljiv. Današnja praksa menadžmenta je da očekuje nekoliko puta veću stopu povrata od troškova kapitala. Samim time, očekuje se da neto sadašnja vrijednost bude značajno viša od nule.

Metode diskontiranog tijeka novca, zbog svoje dugogodišnje upotrebe i evidentne važnosti pri vrednovanju, zaslužuju naziv tradicionalne metode vrednovanja. Suvremene metode vrednovanja investicijskih projekata, a koje se temelje na modelima vrednovanja financijskih opcija, nazivaju se real option ili upravljačke opcije, odnosno opcije na realnu imovinu.⁴⁰ Tradicionalne metode se baziraju i svoje uporište imaju u diskontiranju novčanih tokova. Upravljačke opcije, odnosno opcije na realnu imovinu, samo su nadogradnja na tradicionalne metode vrednovanja koja svoja polazišta imaju u diskontiranju novčanog tijeka. Danas se u praksi često koriste tradicionalne metode pri odabiru optimalne alokacije resursa, a uz nadopunu upravljačkih opcija, donose se strateške odluke bitne po samo poduzeće. Kod suvremenih metoda ocjenjivanja projekata, uzimaju se u obzir tri bitne stvari koje se kod tradicionalnih metoda ne uzimaju, a to su nepovratnost, neizvjesnost i timing. Nepovratnost se ogleda u tome kako kad investicijski projekt jednom započne odlukom menadžmenta, određena sredstva je nemoguće povratiti ako se kasnije ustanovi da je potrebno povući se iz istog projekta, odnosno ne nastaviti s financiranjem istoga. Neizvjesnost proizlazi iz same ekstremne dinamičke okoline u kojoj se poduzeća danas nalaze. Timing se ogleda u tome kako neki od investicijskih projekata ne moraju biti nužno sad i odmah, već postoji mogućnost za odgodu istih. Kod tradicionalnih metoda se prilikom investicijskih odluka gleda na njih kao na mogućnost sad ili nikad, dok kod suvremenih metoda koje su nadogradnja tradicionalnima, iz investicije se može povući u nekom

⁴⁰ Pušar Banović, D. (2009., listopad), Metoda vrednovanja upravljačkih opcija (real option) pri ocjeni i planiranju investicijskih projekata, *Računovodstvo, revizija i financije*, preuzeto s <https://www.rrif.hr/clanak-12160/>, str. 97-98.

trenutku, odgoditi istu, investirati u fazama i slično. Kod upravljačkih opcija, suvremene metode dolaze do izražaja i kvalitete zato što poduzeće u neizvjesnim vremenima, ne mora nužno odlučiti investirati u određeni projekt, već s istom investicijom može pričekati i tako ju odgoditi na neko vrijeme. Informacije danas nikad nisu bile dostupnije no li sada, ali isto tako nikad nisu bile nesigurnije koliko su u današnjim vremenima, što menadžmentu zasigurno otežava posao i donošenje odluka. Kada se radi o velikoj projektnoj investiciji, menadžment bi trebao osigurati što više pouzdanih informacija i izračuna na kojima će temeljiti svoju odluku gdje mu upravljačke opcije uvelike i pomažu. Temeljne vrste upravljačkih opcija⁴¹ su:

- opcija odgode
- opcija timinga
- opcija promjene inputa i outputa
- opcija napuštanja
- opcija rasta
- višestruke opcije

⁴¹ Trigeorgis, L. (1995.), Real Options: An Overview, u: Trigeorgis, L. (ur.), *Real options in capital investment : models, strategies, and applications*, (str. 1-28.), Westport, CT: Praeger Publishers, str. 3-4.

Slika 2. Primjeri upravljačkih opcija

| OPIS OPCIJE | PRIMJENA |
|--|--|
| OPCIJA ODGODE <i>Option To Defer</i> | |
| – čekanje prije poduzimanja akcije, a s ciljem stjecanja novih spoznaja i povoljnijih prilika | – ekstraktivna industrija – istraživanje i eksploatacija prirodnih bogatstava – prodaja nekretnina – proizvodnja papira – ratarstvo i zemljoradnja |
| OPCIJA TIMINGA <i>Time to Built Option</i> | |
| – kod projekata gdje se investiranje provodi u fazama gdje se nakon svake faze odlučuje o sljedećoj fazi – svaka se faza može promatrati kao zasebna opcija na vrijednost sljedeće faze | – industrije koje znatna sredstva troše na istraživanje i razvoj – farmaceutska industrija – kapitalno intenzivna industrija – djelatnost energetike |
| OPCIJA PROMJENE <i>INPUTA I OUTPUTA Option to Switch</i> | |
| – promjena mixa inputa ili outputa proizvodnog procesa kao odgovor na kretanje tržišta | INPUT MIX – poljoprivreda – proizvodnja električne energije – kemijska industrija OUTPUT MIX – proizvodnja igračaka – proizvodnja automobila – elektronička industrija – industrija papira |
| OPCIJA NAPUŠTANJA <i>Option to Abandon</i> | |
| – kod projekata koji osiguravaju opciju gašenja projekta tijekom vijeka projekta – daje mogućnost prodaje imovine i napuštanja projekta | – kapitalno intenzivni projekti – nuklearna postrojenja – zračni i željeznički transport – uvođenja novih projekata |
| OPCIJA RASTA <i>Growth options</i> | |
| – pojedini projekt preduvjet je ostalih povezanih projekata i osigurava buduću mogućnost rasta | – infrastrukturne i strateške industrije – industrija visoke tehnologije, istraživanja i razvoja – industrije s više generacija proizvoda, kao npr. informatička i farmaceutska industrija |
| VIŠESTRUKI OPCIJE <i>Multiple Interacting Options</i> | |
| – svaki projekt nosi više vrsta različitih opcija, njihova kombinirana vrijednost može biti zbroj pojedinačnih vrijednosti opcija ili se vrijednost može izraziti u njihovoj interakciji | – sve industrije |

Izvor: <https://www.rrif.hr/clanak-12160/> (preuzeto 5. travnja 2022.)

4. UPRAVLJAČKE ODLUKE NA RAZINI ADRIS GRUPE

Adris grupa d.d. (u daljnjem tekstu: **Adris**) ima svoje sjedište u Rovinju, u ulici Vladimira Nazora 1 gdje se nalazila nekadašnja Tvornica duhana Rovinj. Adris je centralno društvo za ulaganje, upravljanje i koordinaciju povezanih društava same grupacije.

Adris je osnovan 2003. godine, na temelju tada dugogodišnjeg uspješnog poslovanja Tvornice duhana Rovinj. Adris je danas organiziran kroz tri strateške poslovne jedinice (u daljnjem tekstu: **Grupa**), a to su Maistra d. d. koja pokriva turistički sektor, Cromaris d. d. koji pokriva segment zdrave prehrane, odnosno sektor prehrambene proizvodnje i Croatia osiguranje d. d. koja je najstarija osiguravajuća kuća u Hrvatskoj i koja pokriva sektor osiguranja. Uz ove tri osnovne strateške poslovne jedinice koje se nazivaju Grupom, Adris u svom vlasništvu ima još nekoliko poduzeća ili značajnih udjela u istima koji će biti prikazani u ovom poglavlju.

U ovom poglavlju će se analizirati upravljačke odluke, kvaliteta i rezultat istih na razini Adris grupe d.d. U fokusu će biti rekordna 2019. godina, s komparacijom prijašnjih i narednih godina, s posebnim naglaskom na 2020. i manjim dijelom na 2021. kao COVID-19 godinu. Kao glavni sekundarni izvori podataka koristit će se službene stranice Adris grupacije, domaća baza FinInfo, Središnje klirinško depozitno društvo te Zagrebačka burza, koja daje pregled financijskih izvještaja, odluke Glavne skupštine i ostalih objava vezanih uz samo poslovanje Adrisa i Grupe.

4.1. Analiza industrije

Tri su ključne industrije za Grupu, a to su turistička industrija koju predvodi Maistra d.d., industrija osiguranja koju predstavlja Croatia d.d. te prehrambena industrija koju zastupa Cromaris d.d., ujedno i najbrže rastuće poduzeće same Grupe. U sklopu Adris grupe d.d., valja svakako istaknuti poduzeće Abilia d.o.o. čiji je apsolutni vlasnik Adris grupa d.d., a samo poduzeće posluje u građevinskoj industriji gdje ima ključnu ulogu u investicijskim projektima same Grupe, prije svega prilikom izgradnje i održavanja samih hotela najviše kategorije, proizvodnih pogona te stambenih i poslovnih prostora. Prilikom analize industrije, fokus će biti na industrijama u kojima posluje Grupa, a što se tiče građevinske

industrije koju predvodi Abilia d.o.o. (tal. abili znači vješt), valja istaknuti drastičan pad poslovanja u 2020. godini zbog toga što je Adris odlučio smanjiti planirane investicije za 50% zbog neizvjesnosti i slabijeg poslovanja uzrokovanog pandemijom virusa COVID-19, a sve u svrhu očuvanja likvidnosti Adrisa i svih njegovih poduzeća. Građevinska industrija općenito bilježi pad u 2020. godini, upravo zbog same neizvjesnosti oko situacije s pandemijom, tako da se poduzeća nisu upuštala u nove ili već planirane investicije. Oporavak građevinske i turističke industrije se vidi u 2021. godini, ali puni oporavak i prestizanje rekordne 2019. godine, očekuje se 2022./2023. godine.

Prema ministarstvu gospodarstva i održivog razvoja⁴² te prema Državnom zavodu za statistiku⁴³, turistički sektor jedna je od najvažnijih gospodarskih djelatnosti u Republici Hrvatskoj, a po učešću u BDP-u najvažnija industrija Hrvatske s udjelom od 20% BDP-a, što Republiku Hrvatsku svrstava kao vodeću zemlju u Europskoj uniji s tako visokim udjelom BDP-a dobivenog od turističke industrije. Stoga ne čudi ogroman pad BDP-a u 2020. godini koju je obilježila pandemija uzrokovana virusom COVID-19. Prema izvorima Hrvatske narodne banke⁴⁴, BDP je 2020. godine pao za 8,1% kada su većinu godine obilježile velike restrikcije po pitanju kretanja u tuzemstvu, a poglavito u inozemstvo, zato što se nije znalo kakve posljedice ima sam virus, kako sve može djelovati na čovjeka i ono najvažnije, mogućnost cijepljenja protiv virusa se pojavila tek u kasnijem periodu 2020. godine. U Hrvatsku je 2020. godine došlo 7 milijuna turista manje nego 2019. godine kada ih je pristiglo 19,6 milijuna, što je smanjenje od 65% dolaznosti koje prati 50,5 milijuna noćenja manje 2020. u odnosu na 2019. godinu. Svakako treba istaknuti mjere Vlade Republike Hrvatske koje su pomogle poduzetnicima očuvati radna mjesta u kriznom razdoblju koje je najviše pogodilo ugostiteljstvo, ali turističku industriju općenito. Razdoblje 2021. godine, zbog spoznaje virusa i mogućnosti cijepljenja u cijeloj Republici Hrvatskoj,

⁴² Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja (2022.), Turistički sektor na dan: 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://investcroatia.gov.hr/turizam/>

⁴³ Državni zavod za statistiku (2022.), Podaci o turizmu na dan: 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/turizam/>

⁴⁴ Hrvatska narodna banka (2022.), Statistika glavnih makroekonomskih indikatora na dan 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>

turistička industrija je prodisala, poglavito od drugog kvartala 2021. godine. Zbog povoljne epidemiološke situacije u Hrvatskoj, pristizali su nam turisti iz cijeloga svijeta, ali ponajviše iz Europe, što je na kraju godine zasigurno imalo velikog utjecaja na rast BDP-a od 10,4% u odnosu na 2020. godinu. U turističkom sektoru je 2021. godine bilo zaposleno 99.580 ljudi, u 20.767 poduzeća s prosječnom bruto plaćom od 968 € u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Republika Hrvatska je zemlja bogata prirodnim resursima, prije svega vodom, šumama, plodnom zemljom te prekrasnim krajolicima koji povećavaju bogatstvo turističke ponude. Od svjetske baštine zaštićene UNESCO-om, od nepokretnih kulturnih dobara, to su Nacionalni park Plitvička jezera, Dioklecijanova palača u Splitu, Gradska jezgra Dubrovnika, Eufrazijeva bazilika u Poreču, Gradska jezgra Trogira, Katedrala svetog Jakova u Šibeniku, Starogradsko polje na Hvaru, stećci u jugoistočnoj Hrvatskoj u Cisti Velikoj i Konavlima, Mletačke utvrde u Šibeniku i Zadru te Bukove prašume koje se protežu Nacionalni parkom Paklenica, Hajdučkim i Rožanskim kukovima i Nacionalnim parkom Sjeverni Velebit. Također, UNESCO je zaštitio i neke od nematerijalne kulturne baštine i stavio na svoj reprezentativni popis nematerijalne baštine čovječanstva, a to su čipkarstvo, dvoglasje tijesnih intervala Istre i Hrvatskog primorja, Festa svetog Vlaha u Dubrovniku, godišnji proljetni ophod kraljice ili ljelje iz Gorjana kod Đakova, godišnji pokladni ophod zvončari s područja Kastavštine kod Kastava, procesija za križen na otoku Hvaru, izrada drvenih tradicijskih dječjih igračaka s područja Hrvatskog zagorja, Sinjska alka, medičarski obrt na području sjeverne Hrvatske, bećarac -vokalno–instrumentalni napjev s područja Slavonije, Baranje i Srijema, nijemo kolo s područja Dalmatinske zagore, klapsko pjevanje, mediteranska prehrana, međimurska popevka, gradnja suhozida i umijeće sokolarenja. Republika Hrvatska ima osam nacionalnih parkova koji imaju široku i bogatu turističku ponudu, a to su Brijuni, Krka, Risnjak, Plitvička jezera, Sjeverni Velebit, Paklenica, Kornati i Mljet. Hrvatska ne samo da je bogata pitkom vodom, već odiše ljekovitom vodom koja je preduvjet za unaprjeđenje zdravstvenog ili lječilišnog turizma. Prvi oblici turizma su i bili zdravstvene naravi, odnosno terme u sjevernoj i središnjoj kontinentalnoj Hrvatskoj. Temelj turističke ponude je svakako razvedena jadranska obala, gdje zbog svoje klime najviša potražnja postoji u trećem kvartalu godine te se svakako u tom periodu ističe cijela jadranska obala. Što se tiče trajanja sezone na jadranskoj obali, tu se ističu Istra i Dubrovnik kao izvansezonske destinacije jer se srce sezone temelji na trećem kvartalu godine kada Hrvatska bilježi najveći broj turista i noćenja. Hrvatska je ulaskom u Europsku uniju postala još interesantnijom zemljom kao turističkom destinacijom diljem

Europe, ali i svijeta, poglavito građanima SAD-a i dalekoistočnih zemalja. Glavno emitivno tržište je srednja i zapadna Europa. Također, ulaskom u Europsku uniju, otvorile su se i brojne investicijske mogućnosti korištenjem sredstava Europske unije, koje mogu dodatno osnažiti hrvatsko gospodarstvo te tako indirektno utjecati na razvoj turizma. Turistička industrija neposredno utječe na prehrambenu industriju te zbog same plodne zemlje i pogodne klime, Hrvatska ima kvalitetno razvijen gastronomski turizam. Uz gastronomski, Hrvatska ima razvijen elitni, obiteljski, nautički i vjerski turizam. Zdravstveni, lovni, ribolovni, seoski, ekološki i kulturni turizam postoje, ali postoji i ogromni potencijal za dodatni razvoj istih. Poglavito u obliku zdravstvenog turizma zbog ljekovite vode u kontinentalnom dijelu i prekrasne jadranske obale uz koju bi pacijenti mogli uživati kroz vrijeme rehabilitacije. Iako se slabo priča o njoj, u industriji turizma Republike Hrvatske bi se mogli graditi luksuzni starački domovi gdje bi glavno emitivno tržište mogla biti središnja i zapadna Europa. Činjenica je kako su starački domovi za svakog prosječnog građanina u vlastitoj državi u Europi skupi ili gotovo nedostižni u financiranju istih te bi Hrvatska u tom slučaju svoju manu, u obliku začelja platežne moći i slabe gospodarske aktivnosti na razini Europske unije, mogla pretvoriti u svoju prednost. Primjerice, građanin Njemačke s prosječnom plaćom imat će i prosječnu mirovinu koja će mu jedva pokriti troškove staračkog doma u Njemačkoj. U tom slučaju, građanin s prosječnom njemačkom mirovinom će si moći priuštiti luksuzniji smještaj u Hrvatskoj te će tako njegova zarađena mirovina u Njemačkoj biti trošena u Hrvatskoj što bi moglo još dodatno pojačati hrvatsko gospodarstvo. Također, posjeta obitelji korisnika domova neće predstavljati velike probleme upravo iz jednih od ključnih razloga uspješnog turizma u Hrvatskoj, a to je prometna povezanost. Cestovni i zračni promet u Hrvatskoj je izuzetno dobro povezan, pogotovo s našim glavnim emitivnim tržištem, a to su već ranije spomenuta središnja i zapadna Europa. Tako bi oblik staračkih domova bio ujedno povezan sa zdravstvenim turizmom gdje bi se nudila vrhunska zdravstvena zaštita uz ostale luksuzne usluge od gastronomije, samog smještaja, wellnesa i ostalog luksuznog sadržaja. Sama činjenica da je Republika Hrvatska toliko ovisna o turizmu, sama pandemija je pokazala kako to nije dobro što se reflektiralo kroz pad BDP-a od 8,1% u 2020., ali zahvaljujući povoljnijoj epidemiološkoj situaciji i mjerama Vlade Republike Hrvatske, samo gospodarstvo se brzo oporavilo što pokazuje rast BDP-a u 2021. godini od 10,4%. Potencijal u turizmu definitivno postoji, poglavito u ponudi luksuznog turizma koji se i kroz samu pandemiju pokazao kao najotpornijim te strategija ulaganja u luksuzni turizam može biti motor hrvatskog gospodarstva, ali bi iz strateških razloga trebalo

ulagati i u druge industrije upravo kako bi se rizik od pada gospodarstva mogao diverzificirati. Zbog prirodnih bogatstava Republike Hrvatske, pogodne klime i plodne zemlje, drugi brzorastući motor bi mogla biti prehrambena industrija.

Zbog svojih prirodnih blagodati, plodne zemlje, pitke vode i povoljne klime, Republika Hrvatska je još od davnina prepoznata kao meka za ulaganje u prehrambenu industriju. Prema ministarstvu gospodarstva i održivog razvoja⁴⁵ te prema Državnom zavodu za statistiku⁴⁶, u 2021. godini se 3.260 poduzeća bavilo proizvodnjom hrane i pića, u kojima je bilo zaposleno 58.733 djelatnika, od toga je prosječna bruto plaća radnika u proizvodnji hrane iznosila 1.037 €, a u proizvodnji pića 1.445 €. Prirodna bogatstva Hrvatske su prepoznata od internacionalnih korporacija poput Heinekena, Carlsberga, Coca-Cole, Lactalisa, Nomad Foodsa, HIPP-a i brojnih drugih. Svakako treba istaknuti Podravku, Kraš, Vindiju, Cedevitu, Franc, Cromaris, Argetu, Smoki, Jamnicu, Pik, Pivac, Zvijezdu, Belje i brojna druga domaća poduzeća koja su prepoznata i na inozemnim tržištima što svakako doprinosi prepoznatljivosti i potrebnom daljnjem investiranju u prehrambenu proizvodnju. Prema Pravilniku o radu koji se smatraju industrijom, a koje je donijelo Ministarstvo rada i mirovinskog sustava, prehrambena industrija se prema Nacionalnoj klasifikacijskoj djelatnosti 2007., razvrstava u područje C – prerađivačka industrija i to pod C10 - proizvodnja prehrambenih proizvoda i C11 – proizvodnja pića. Uzevši u obzir da se Adrisov Cromaris d.d. bavi proizvodnjom prehrambenih proizvoda, u fokusu analize prehrambene industrije će biti proizvodnja prehrambenih proizvoda. Za 2020. godinu, koja je bila slabija nego rekordna 2019. godina, u Hrvatskoj je prodano prehrambenih proizvoda u iznosu malo više od 22,6 milijarde kuna, od toga u inozemstvo nešto malo više od 5,4 milijarde kuna što je daleko više od svih ostalih industrijskih proizvoda u prerađivačkoj industriji. Svakako valja istaknuti kako prerađivačka industrija čini gotovo 80% vrijednosti prodanih industrijskih proizvoda u usporedbi s ostalim industrijama. Vrijednost ukupno prodanih industrijskih proizvoda od strane poduzeća koja se bave industrijskom proizvodnjom, za

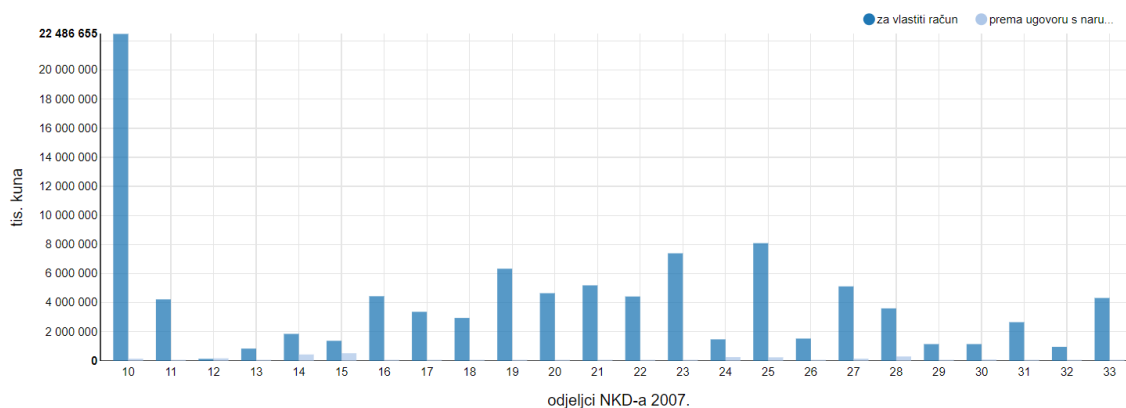
⁴⁵ Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja (2022.), Prehrambena industrija na dan: 10.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://investcroatia.gov.hr/prehrambena-industrija/>

⁴⁶ Državni zavod za statistiku (2022.), Proizvodnja prehrambenih proizvoda na dan: 10.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://podaci.dzs.hr/hr/search?q=proizvodnja%20prehrambenih%20proizvoda>

2020. godinu iznosi 128,7 milijardi kuna što je za 10,9 milijardi kuna ili 7,8% manje u odnosu na 2019. godinu. Prodaja proizvedenih prehrambenih proizvoda u 2020. godini, u odnosu na ukupnu prodaju proizvoda ili usluga svih ostalih industrija, iznosi 17,6% što pokazuje veliku snagu proizvodnje prehrambenih proizvoda. Kada se još doda proizvodnja pića, prema NKD-u iz 2007. oznaka C-11, prehrambena industrija u odnosu na sve ostale industrije je 2020. godine imala prodaju od 20,9% što ju prema NKD-u čini najjačom industrijom. Naravno, zasluga tolike prodaje prehrambenih proizvoda i pića je upravo zbog samog turizma.

Slika 3. C-10 Ukupna proizvodnja prehrambenih proizvoda

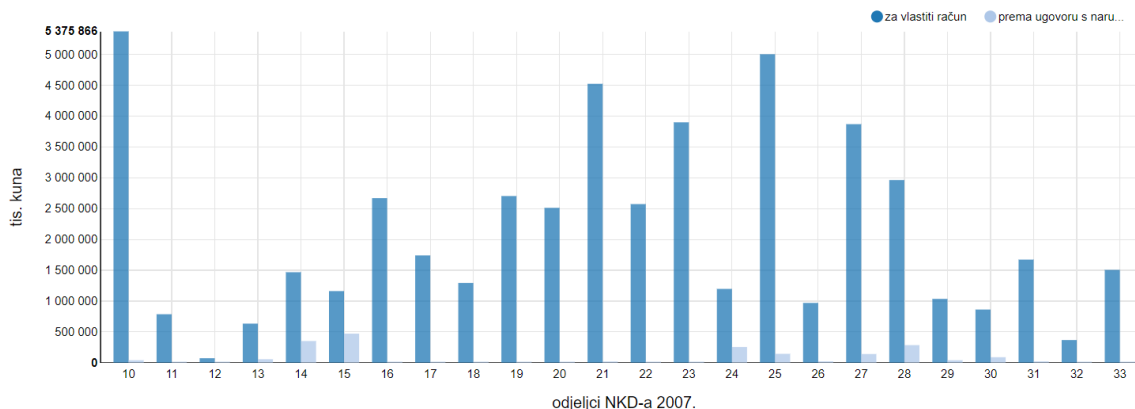
G-4. VRIJEDNOST PRODANIH INDUSTRIJSKIH PROIZVODA U PRERAĐIVAČKOJ INDUSTRIJI PO ODJELJCIMA NKD-a 2007., ZA VLASTITI RAČUN I PREMA UGOVORU S NARUČITELJEM PREMA DJELATNOSTIMA PROIZVODA U 2020.



Izvor: <https://podaci.dzs.hr/2021/hr/10082> (preuzeto 10. travnja 2022.)

Slika 4. C-10 Izvoz od ukupne proizvodnje prehrambenih proizvoda

G-5. VRIJEDNOST PRODANIH INDUSTRIJSKIH PROIZVODA U PRERAĐIVAČKOJ INDUSTRIJI U INOZEMSTVO PO ODJELJCIMA NKD-a 2007., ZA VLASTITI RAČUN I PREMA UGOVORU S NARUČITELJEM PREMA DJELATNOSTIMA PROIZVODA U 2020.



Izvor: <https://podaci.dzs.hr/2021/hr/10082> (preuzeto 10. travnja 2022.)

Prehrambena industrija je neposredno uz turizam, povezana i s poljoprivredom. Ako cijene poljoprivrednih proizvoda porastu, porast će i cijene prehrambenih proizvoda što će učiniti hrvatske proizvode manje konkurentnima na tržištu. Poljoprivredna industrija nije ni blizu ispunjenja vlastita potencijala te je za očekivati rast količina poljoprivrednih proizvoda što može dovesti do smanjenja jedinične cijene poljoprivrednog proizvoda, samim time i prehrambenog te je tako krajnji proizvod moguće učini konkurentnijim na tržištu. Analizirajući prehrambenu industriju Republike Hrvatske, uzevši u obzir Adrisov Cromaris d.d., ključno je sagledati ulov i uzgoj ribe s razine Organizacije za prehranu i poljoprivredu Ujedinjenih naroda.

Slika 5. Svjetsko tržište ribe

| WORLD FISH MARKET AT A GLANCE | | | | | |
|---|---------------------------------|----------------|--------------------------------|--|---------------------------------|
| | 2019 | 2020 estim. | 2021/22 f'cast | | Change: 2021 over 2020 |
| | | | Jan | Nov | |
| | million tonnes (live weight) | | | | % |
| WORLD BALANCE | | | | | |
| Production | 177.8 | 174.6 | 177.3 | 178.1 | 2.0 |
| Capture fisheries | 92.5 | 90.5 | 92.3 | 92.6 | 2.3 |
| Aquaculture | 85.3 | 84.1 | 85.0 | 85.5 | 1.7 |
| Trade value (exports USD billion) | 161.9 | 151.9 | 149.8 | 170.1 | 12.0 |
| Trade volume (live weight) | 65.5 | 63.3 | 63.4 | 65.6 | 3.7 |
| Total utilization | 177.8 | 174.6 | 177.3 | 178.1 | 2.0 |
| Food | 158.3 | 154.7 | 157.1 | 157.9 | 2.1 |
| Feed | 15.5 | 16.1 | 16.4 | 16.4 | 1.6 |
| Other uses | 4.0 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | -1.1 |
| SUPPLY AND DEMAND INDICATORS | | | | | |
| Per caput food consumption: | | | | | |
| Food fish (kg/yr) | 20.5 | 19.8 | 20.0 | 20.1 | 1.1 |
| From capture fisheries (kg/year) | 9.5 | 9.1 | 9.2 | 9.2 | 1.6 |
| From aquaculture (kg/year) | 11.1 | 10.8 | 10.8 | 10.9 | 0.6 |
| FAO FISH PRICE INDEX (2014–2016=100) | 2019 | 2020 | 2021 Jan– Sept. | % Change Jan/Sept 2021 over Jan/Sept 2020 | |
| | 102 | 95 | 101 | 5.3 | |

Source of the raw data for the FAO Fish Price Index: EUMOFA, INFOFISH, INFOPECSA, INFOYU, Statistics Norway.

* Jan-Sep 2019 over Jan-Sep 2020, in percent

Izvor: <https://www.fao.org/documents/card/en/c/cb7491en> (preuzeto 11. travnja 2022.)

Iz službenih podataka Organizacije za prehranu i poljoprivredu Ujedinjenih naroda je moguće vidjeti kako je pandemija virusa COVID-19 imala velike posljedice na sam ulov i uzgoj ribe. U godini pandemije, odnosno 2020. godine, vrijednost trgovine je manja u odnosu na rekordnu 2019. godinu za 10 milijardi USD i za 2,2 milijuna tona manje žive vage, odnosno neprerađene ribe. Predviđanja za 2021. na 2022. godinu su takva da bi se tržište ribe ne samo oporavilo, već i nadmašilo 2019. godinu. U odnosu na 2020. godinu tržište bi trebalo rast s 2021. na 2022. i to za 12% vrijednosti i 3,7% po volumenu, odnosno ulovljenoj i uzgojenoj neprerađenoj ribi. Ono što će sigurno ostaviti traga na cijelu prehrambenu, a pogotovo riblju industriju u 2022. godini je abnormalan rast goriva i drugih energetskih derivata uzrokovan ratom u Ukrajini. Prekomjerno tiskanje novca za vrijeme pandemije u cijelome svijetu, sankcije Rusiji zbog napada na Ukrajinu, sustiglo je potrošače da osjete znatno smanjenje tržišne košarice kroz inflaciju koja je pogodila maloprodaju. Ribarima isto tako neće preostati opcije nego da povise cijene svojih proizvoda zbog povećanja cijene energetskih derivata, ali i zbog njih samih kako bi si mogli priuštiti stvari koje su mogli prije smanjenja obujma potrošačeve košarice. Ipak, možda do poskupljenja ne dođe barem kod hrvatskih ribara i uzgajivača ribe, zato što je Ministarstvo poljoprivrede osiguralo 105 milijuna kuna potpore, a hoće li ta sredstva biti dostatna, uz smanjenje PDV-a s 13% na 5%, za ne povećavanje cijena, ribari i uzgajivači će sami prosuditi.⁴⁷ Što se tiče akvakulture, odnosno uzgajanja ribe, Jadransko more je izuzetno pogodno zbog svoje temperature koja je zimi između 10°C i 13°C, a ljeti od 22°C do 26°C te time spada u umjereno topla mora. Klima je pogodna za uzgoj, kao i prozirnost, salinitet, valovi, morske struje i meteorološki uvjeti, što su sve razlozi za potencijal razvoja akvakulture u Hrvatskoj. Danas se u proizvodnji prehrambenih proizvoda potrebno prilagoditi tržištu, odnosno ekološki osviještenim potrošačima, koji sve više zahtijevaju kvalitetniji i zdraviji proizvod, proizveden pod ekološkim i etičkim standardima uz pakiranje proizvoda od recikliranog materijala. Poduzeće bi trebalo samoinicijativno prijeći na takav oblik proizvodnje, bez pritiska novih generacija potrošača, a savršen primjer za takvo poduzeće je upravo Cromaris d.d. Udio prehrambene industrije, odnosno udio proizvodnje prehrambenih proizvoda i pića

⁴⁷ Ministarstvo poljoprivrede (2022.), Ribarstvo: 11.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://poljoprivreda.gov.hr/vijesti/odgovor-zastupnici-nemet-hrvatskim-ribarima-na-raspolaganju-105-mln-kn-iz-drzavnog-proracuna/5348>

u BDP-u Republike Hrvatske 2018. godine, iznosio je 2,8%, od čega udio proizvodnje prehrambenih proizvoda 2.2%, a proizvodnje pića 0,6%.⁴⁸

Industrija osiguranja, točnije tržište osiguranja je pod nadzorom i nadležnosti HANFA-a, odnosno Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga. Samo tržište je regulirano Zakonom o osiguranju, Zakonom o obveznim osiguranjima u prometu te pripadajućim podzakonskim aktima koji su uređeni i provedeni od strane Europske komisije. Kako bi se neka pravna ili fizička osoba bavila distribucijom osiguranja ili reosiguranja, ono mora dobiti potvrdu HANFA-e koja, ako je sve u redu sa zakonskom regulativom, izdaje licencu pravnoj ili fizičkoj osobi koja je istu zatražila. Reosiguranje je termin kada osiguravajuće kuće dijele rizik među sobom, što je najčešće slučaj kod poslova s ogromnom količinom novca, a to je u praksi najčešće vezano uz velike tankere na kojima je utovarena visoka vrijednost same robe, no postoji određeni rizik da sama roba zbog pljačke ili kvara neće stići na odredište. Zadatak HANFA-e je prije svega zaštita osiguranika, odnosno korisnika osiguranja te da nadzire rad samih licenciranih osiguravatelja. U Republici Hrvatskoj postoji 15 društava za osiguranje i reosiguranje, gdje je Adrisova Croatia osiguranje d.d. tržišni lider. Sva licencirana društva su registrirana kao dionička društva. Abecednim redom, to su:

- ADRIATIC OSIGURANJE d.d.,
- AGRAM LIFE osiguranje d.d.,
- Allianz Hrvatska d.d.,
- CROATIA osiguranje d.d.,
- EUROHERC osiguranje d.d.,
- GENERALI OSIGURANJE d.d.,
- GRAWE Hrvatska d.d.,
- Groupama osiguranje d.d.,
- HOK-OSIGURANJE d.d.,
- Hrvatsko kreditno osiguranje d.d.,

⁴⁸ Palić, P. (2021.), Hrana i piće [e-publikacija], preuzeto s https://www.eizg.hr/userdocsimages/publikacije/serijske-publikacije/sektorske-analize/SA_hrana_svibanj_2021.pdf

- MERKUR OSIGURANJE d.d.,
- TRIGLAV OSIGURANJE d.d.,
- UNIQUA osiguranje d.d.,
- Wiener osiguranje Vienna Insurance Group d.d. i
- Wüstenrot životno osiguranje d.d.

Što se tiče tržišta osiguranja u Republici Hrvatskoj i njihovih premija životnih i neživotnih osiguranja, podaci su sljedeći:

Tablica 1. Premija životnih i neživotnih osiguranja u RH 2018.-2020.

| | 2018. | 2019. | 2020. |
|--------------------------------------|---------------|----------------|----------------|
| Ukupna premija životnog osiguranja | 3.134 mil HRK | 3.066 mil HRK | 2.647 mil HRK |
| Ukupna premija neživotnog osiguranja | 6.721 mil HRK | 7.415 mil HRK | 7.828 mil HRK |
| Ukupna bruto premija | 9.856 mil HRK | 10.481 mil HRK | 10.475 mil HRK |

Izvor: <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2021-03.html>

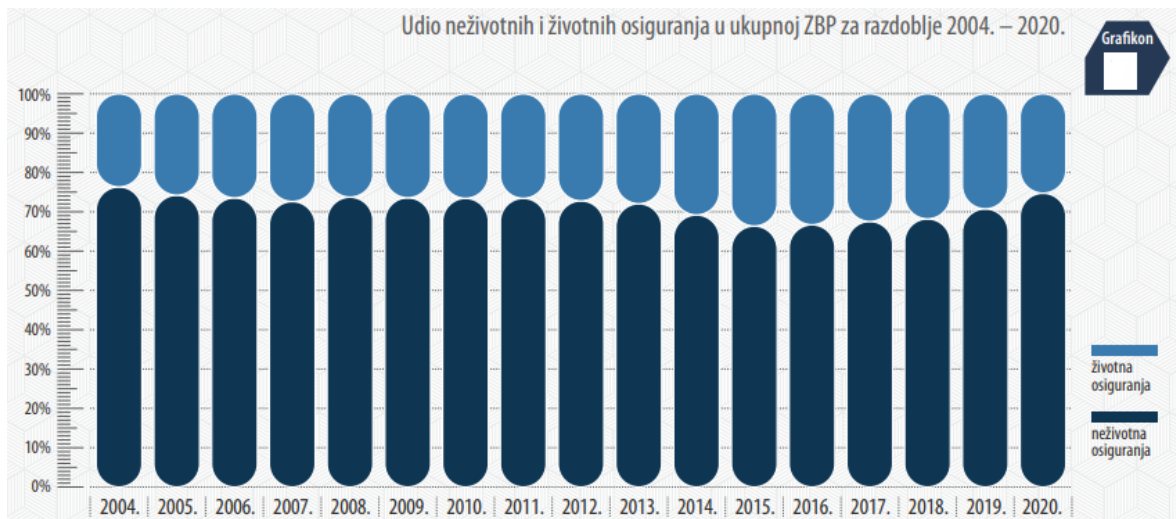
(str. 31.-35.)

Podaci iz tablice, preuzeti su iz online publikacije koju izdaje Swiss Re Institute.⁴⁹ Iz tablice je vidljivo kako je industrija osiguranja, koju je predstavljalo 15 društava za osiguranje i reosiguranje, na kraju 2020. godine koju je obilježila pandemija COVID-19, imala zaračunatu ukupnu bruto premiju u iznosu od 10.475 milijuna kuna, što je u odnosu na prethodnu 2019. godinu manje za 6 milijuna kuna ili pad od 0,1%. U 2020. godini ukupna premija životnog osiguranja u ukupno bruto zaračunatoj premiji iznosi 25%, odnosno u apsolutnom iznosu 2.647 milijuna kuna, što je za čak 419 milijuna kuna ili 13,7% manje u odnosu na 2019. godinu. Neživotna osiguranja su pak ostvarila rast sa 7.415 milijuna kuna iz 2019. na 7.828 milijuna kuna 2020. godine, što je rast od 413 milijuna kuna ili 5,6%.

⁴⁹ Swiss Re Institute (2021.), *World insurance: the recovery gains pace* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf>

Industrija osiguranja, gledajući ukupno bruto zaračunatu premiju osiguranja u BDP-u i dalje je oko 2,8%.

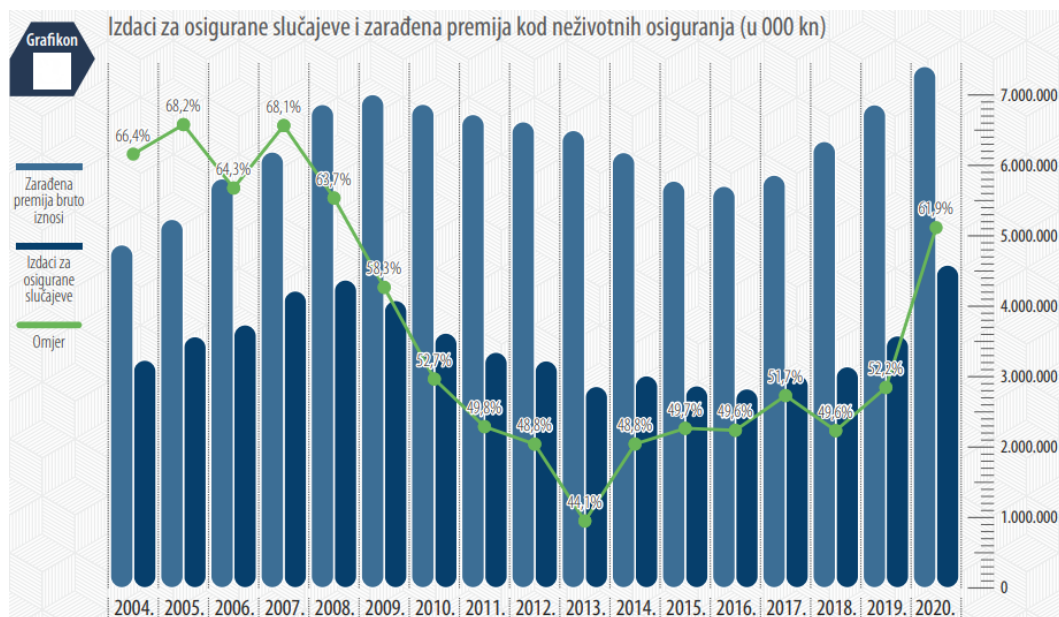
Slika 6. Ukupno zaračunata bruto premija od 2004. do 2020.



Izvor: https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf (preuzeto 12. travnja 2022., str. 21.)

Iz grafikona se da zaključiti kako je tendencija i naglasak na rast neživotnih osiguranja koja doseže razinu u omjeru životne i neživotne premije skoro kao u 2004. godini, za što je svakako zaslužan i potres u Zagrebu 22. ožujka koji je ponukao ljude da si osiguraju imovinu, odnosno da osiguranici ulože u neživotna osiguranja.

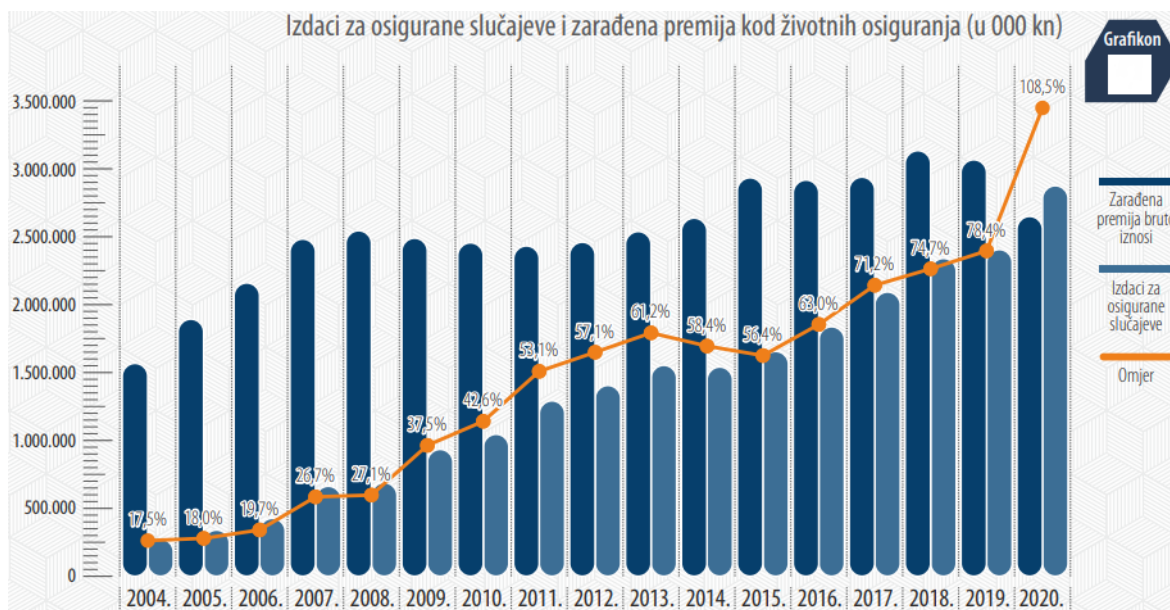
Slika 7. Izdaci i premija neživotnih osiguranja



Izvor: https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf (preuzeto 12. travnja 2022., str. 26.)

Iz grafikona je vidljivo kako je u 2020. godini odnos izdataka prema premiji iznosio 61,9%, zaračunata ukupno bruto premija neživotnih osiguranja je 2020. u usporedbi s 2019. godinom narasla za 7,9%, a izdaci 2020. godine za osigurane slučajeve su narasli 28% u usporedbi s 2019. godinom.

Slika 8. *Izdaci i premija životnih osiguranja*



Izvor: https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf (preuzeto 12. travnja 2022., str. 27.)

Iz grafikona su vidljivi poražavajući rezultati u 2020. godini u životnom osiguranju po osiguravatelje. Izdaci za osigurane slučajeve su 2020. godine narasli za 19,5% u odnosu na 2019., a premija životnog osiguranja je 2020. bila manja za 13,6% u odnosu na 2019. godinu. Odnos izdataka prema premiji je iznosio 108,5%. Loši rezultati u 2020. godini mogu se pripisati pandemiji COVID-19 te zagrebačkom potresu 22. ožujka 2020. i još razornijih razmjera na području Banovine 29. prosinca 2020. godine.

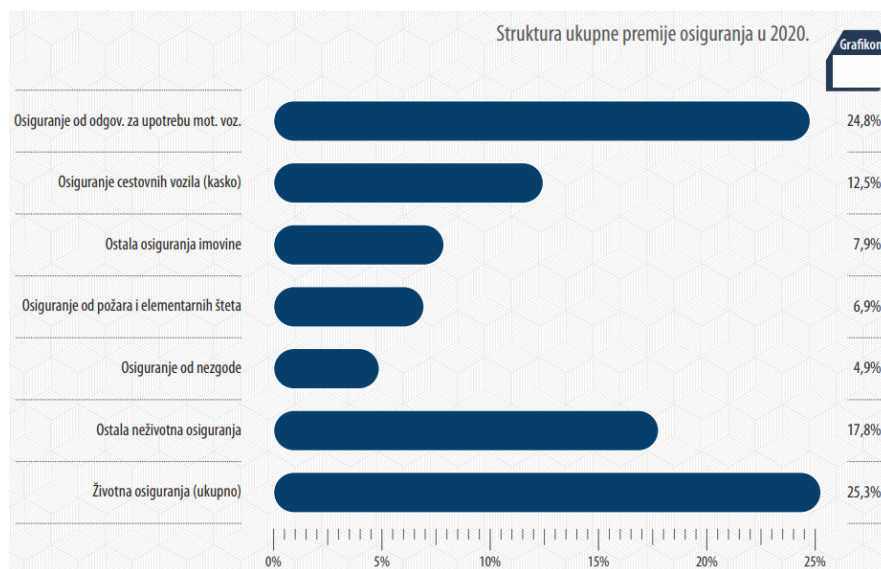
Slika 9. Premija po zaposleniku u osiguranju

| Godina | Premija po zaposlenom u razdoblju 2004. -2020. godine (u 000 kn) | | |
|--------|--|--|---------------------------------------|
| | Zaračunata bruto premija (000 kn) | Broj zaposlenih u društvima za osiguranje na 31.12 | Ukupna premija po zaposlenom u 000 kn |
| 2004. | 6.626.867 | 6.485 | 1.022 |
| 2005. | 7.350.074 | 6.970 | 1.055 |
| 2006. | 8.180.156 | 7.984 | 1.025 |
| 2007. | 9.064.932 | 9.360 | 968 |
| 2008. | 9.686.102 | 10.544 | 919 |
| 2009. | 9.411.336 | 11.184 | 841 |
| 2010. | 9.245.543 | 11.145 | 830 |
| 2011. | 9.145.245 | 11.288 | 810 |
| 2012. | 9.038.475 | 11.616 | 778 |
| 2013. | 9.076.600 | 11.533 | 787 |
| 2014. | 8.561.358 | 11.422 | 750 |
| 2015. | 8.724.673 | 10.301 | 847 |
| 2016. | 8.761.130 | 9.299 | 942 |
| 2017. | 9.055.924 | 8.723 | 1.038 |
| 2018. | 9.855.630 | 8.238 | 1.196 |
| 2019. | 10.481.343 | 8.018 | 1.307 |
| 2020. | 10.475.070 | 7.806 | 1.342 |

Izvor: https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf (preuzeto 12. travnja 2022., str. 24.)

Premija po zaposlenom, može se reći kao svojevrsni pokazatelj učinkovitosti, opada od 2006. pa sve do 2014. kada premije po zaposlenom počinje bilježiti rast. Čak je i u nezahvalnoj 2020. godini za društva za osiguranje i reosiguranje je ostvarena veća premija po zaposlenom, ali se mora istaknuti kako je razlog tome i 212 zaposlenika manje u istima.

Slika 10. Struktura ukupne premije osiguranja



Izvor: https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf (preuzeto 12. travnja 2022., str. 31.)

Iz slike koja prikazuje strukturu ukupne premije osiguranja, može se zaključiti da životno osiguranje i osiguranje od automobilske odgovornosti zauzimaju malo više od polovice cijelog tržišta ukupno bruto zaračunate premije. Prema navodima HUU-a, odnosno Hrvatskog ureda za osiguranje, oporavak tržišta, odnosno industrije osiguranja očekuje se već 2022. godine.

U analizi uspješnosti poslovanja društava za osiguranje i reosiguranje koriste se specifični pokazatelji za djelatnost osiguranja i reosiguranja koje je odredila HANFA, a to su: kvota šteta, kvota troškova i kombinirani razmjerni.

Kvota šteta predstavlja odnos zbroja bruto iznosa likvidiranih šteta i bruto iznosa promjena pričuva (pričuva za štete, matematičke pričuve, ostalih tehničkih pričuva i tehničkih pričuva životnih osiguranja kada ugovaratelj snosi rizik ulaganja) te zbroja zaračunate bruto premije, ispravka vrijednosti i naplaćenog ispravka vrijednosti premije osiguranja i promjene bruto pričuva prijenosnih premija.

Kvota troškova predstavlja odnos zbroja iznosa poslovnih rashoda (troškovi pribave i troškovi uprave), ostalih tehničkih troškova i ostalih osigurateljno-tehničkih prihoda te zbroja zaračunate bruto premije, ispravka vrijednosti i naplaćenog ispravka vrijednosti premije osiguranja i promjene bruto pričuva prijenosnih premija.

Kombinirana kvota računa se kao zbroj kvote šteta i kvote troškova. U usporedbi s metodologijom izračuna za 2014., u izračun kvote troškova za 2015. i 2016. dodatni su ostali osigurateljno-tehnički prihodi.⁵⁰

⁵⁰ HUU (2021.), *Tržište osiguranja u Republici Hrvatskoj 2020* [e-publikacija], preuzeto s https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf

4.2. Povijesni pregled Adris grupe

Prema podacima dobivenim sa službene stranice Adris grupe d.d.⁵¹, Adris grupa d.d. je izrasla i osnovana na temeljima 132-godišnjeg poslovnog iskustva tadašnjeg TDR-a, odnosno Tvornice duhana Rovinj, današnjeg BAT-a, odnosno British American Tobacco-a. Adris grupa d.d. je korporativni centar koji za cilj ima postavljenu koordinaciju rada, ulaganja, upravljanja i razvoj cijelog sustava. Prilikom stvaranja Adrisa, kao nove moderne kompanije, vodilo se računa o ulasku u atraktivne djelatnosti te da za ulazak u iste postoje temelji.

Tvornica duhana Rovinj je utemeljena 1872. godine kako bi bila glavni pogon za opskrbljivanje časnika austro-ugarske vojske cigarama. Opskrbom časnika cigarama, TDR je postao respektabilan proizvođač cigara te je do kraja Prvog svjetskog rata poslovao kao dio austrijskog duhanskog monopola. Između dva svjetska rata, TDR je poslovao kao dio talijanskog duhanskog monopola. Za vrijeme bivše države, Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije, dolazi do prve velike modernizacije postrojenja 1952. godine, što dovodi do bogatog proizvodnog asortimana. Razvijena unutar malog pogona TDR-a, 1956. godine se osniva poduzeće Istragrafika u Kanfanaru, nedaleko od Rovinja, u svrhu izradbe kartonske ambalaže, tiskanja obrazaca i blanketa, ponajprije za potrebe same Tvornice duhana Rovinj koja je ujedno i matica samog poduzeća. Šezdesetih godina prošlog stoljeća, TDR dolazi do svoje prve popularne cigarete kao branda – Primorka. Tvornica duhana Rovinj uspostavlja poslovnu suradnju s Austria Tabakwerke AG-om, gdje su zaposlenici rovinjskog TDR-a proširili svoja znanja u marketingu i upravljanju suvremenim tehnologijama što je dovelo do kasnijeg uspješnog poslovanja same kompanije. Osamdesetih godina prošlog stoljeća dolazi do kompjuterizacije, stavljanje potrebe potrošača u fokus je postala novom poslovnom strategijom te je stvoren najpoznatiji brand TDR-a, a to je Ronhill. Devedesetih TDR postaje liderom na tržištu duhanske industrije do prodaje TDR-a britanskom BAT-u 2015., kada BAT samo nastavlja poslovati kao tržišni lider u duhanskoj industriji Hrvatske i regije. Uprava TDR-a, 2001. godine osniva vlastitu tvrtku Adria Resorts d.o.o. koja će se baviti turizmom i ugostiteljstvom te će se baviti ulaganjem u infrastrukturne objekte diljem Istre i jadranske obale. Dvije godine kasnije, u prosincu 2003. godine, osniva

⁵¹ Adris grupa d.d. (2022.), Adris nekad i danas na dan: 20.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/>

se Adris grupa d.d. sa sjedištem u Rovinju i to odlukom najveće i u tom trenutku najznačajnije kompanije u njezinu sastavu – Tvornice duhana Rovinj. U 2001. godini je otvorena Galerija Adris, a 2007. godine je osnovana Zaklada Adris koja pomaže pri financiranju brojnih humanitarnih projekata, stipendira studente te tako promiče kulturu izvrsnosti i znanja. Maistra d.d., danas jedno od najuspješnijih poduzeća u turizmu i ugostiteljstvu te čvrsti oslonac Adrisa kao jedna od tri strateške poslovne jedinice, osnovana je 2005. godine spajanjem Jadran-turist d.d. Rovinj i Anita d.d. Vrsar. Adria Resorts d.o.o. Rovinj je 100% ovisno društvo koje je 2019. godine pripojeno Adrisu, a Jadran trgovina d.o.o. je prodana Konzumu 2007. godine. Prije prodaje TDR-a, proizvodnja se premjestila iz Rovinja u Kanfanar 2007. godine u tada otvorenu najmoderniju tvornicu duhana u Europi, opremljenu s vrhunskim postrojenjem u Kanfanaru, dok se u Rovinju i dalje nalazi uprava kompanije. Infrastrukturni objekti same tvornice u Rovinju se počinju koristiti za razne seminare i festivale, od kojih je najpoznatiji Weekend Media Festival. 2009. godine, osniva se današnja druga strateška poslovna jedinica Adrisa, Cromaris d.d. koji djeluje u prehrambenoj industriji, točnije u proizvodnji i preradi mediteranske ribe premium kvalitete te se Cromaris d.d. pokazao kao najbrže rastuća kompanija Adrisa s tendencijom daljnjeg rasta. Treća strateška poslovna jedinica današnjeg Adrisa je Croatia osiguranje čije je udjele Adris kupio od Republike Hrvatske 2014. godine. za 905 milijuna kuna i obvezao se za još dokapitalizaciju u iznosu od 110 milijuna eura te time postao većinski vlasnik. Croatia osiguranje je osnovano 1884. godine te je tržišni lider u djelatnosti osiguranja, a ujedno je najstarije i najveće osiguravajuće društvo u Republici Hrvatskoj. Nešto više od godinu dana kasnije, u listopadu 2015. godine, Tvornica duhana Rovinj zajedno s Istragrafikom biva prodana British American Tobacco-u nakon odbitka obveza za 505 milijuna eura. Do tada najjači oslonac Adrisa, Tvornica duhana Rovinj, biva prodana BAT-u te Adris zaokreće poslovnu strategiju na tri strateške poslovne jedinice, a to su turistička, prehrambena i jedinica osiguranja uz maksimalnu osviještenost društveno odgovornog poslovanja.

Prema Carrollu⁵², društveno odgovorno poslovanje čine brojne potencijalne aktivnosti poduzeća, kao na primjer humanitarne donacije, unaprjeđenje uvjeta rada unutar samog sustava, odnosno poduzeća pa sve do određenih restrikcija kako bi se smanjila emisija štetnih plinova te kako bi došlo do zaštite okoliša. Društveno odgovorno poslovanje ili DOP se

⁵² Carroll, A. B. (1979.), A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance, *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>

može podijeliti u četiri kategorije, a to su ekonomska odgovornost, pravna odgovornost, etička odgovornost te filantropska ili diskrecijska odgovornost. Osoba koja je najveći Adrisov vizionar je mr. sc. Ante Vlahović. Do prodaje Tvornice duhana Rovinj, može se reći da je Adris ispunjavao ekonomsku odgovornost tako što je bio profitabilan, ispunjavao je pravnu odgovornost jer su se poštivali zakoni i zakonski propisi, ispunjavao je i etičku odgovornost u obliku moralnih odgovornosti, ali se tek nakon prodaje TDR-a Adris grupa d.d. uzdigla na razinu više te je postala filantropskom organizacijom. To dokazuje etički kodeks potpisan na razini Adris grupe u ožujku 2017. godine. Napustivši duhansku industriju, Adris grupa si je stvorila sve preduvjete kako bi postala filantropskom organizacijom. Ante Vlahović je najzaslužniji čovjek što je Adris izrastao u zavidnu korporaciju te raste iz godine u godinu zbog politika poslovanja koje je sam Vlahović sa svojim suradnicima postavio. Vlahovićeva karijera seže još u davnu 1977. godinu kada postaje direktorom tržišnog poslovanja Tvornice duhana Rovinj na čijem je mjestu do 1994. godine. Od 1994. godine postaje predsjednikom Uprave Tvornice duhana Rovinj d.d. pa sve do 2004. godine kada postaje predsjednikom Uprave Adris grupe d.d. na čijem je čelu do 2019. godine. Danas vrši funkciju predsjednika Nadzornog odbora Adris grupe d.d. Od početka pa do kraja Vlahovićeva mandata kao predsjednika Uprave Adrisa, a prema podacima sa službene internetske stranice Adris grupe d.d., ista je povećala prihode deset puta, dobit trideset puta, vrijednost kapitala pedeset puta, vrijednost dionica više od sto puta, broj zaposlenih dvadeset puta, a investirano je više od deset milijardi kuna, od čega više od šest milijardi kuna u turizam. Za svoj izniman doprinos gospodarstvu i samoj grupaciji te njegovoj vlastitoj sposobnosti, Vlahović je dobio brojne prestižne nagrade te stekao međunarodnu prepoznatljivost. Dobitnik je regionalne nagrade Brand Leader za poseban doprinos razvoju elitnog turizma na području jugoistočne Europe te je dobitnik prestižne nagrade za najuspješnijeg menadžera u srednjoj i jugoistočnoj Europi. Od domaćih nagrada, najpoznatija je nagrada „Gospodarstvenik godine“ koju dodjeljuju Poslovni dnevnik i Večernji list te je prvi dobitnik te nagrade kada se ista počela dodjeljivati i to prema ocjenama i izboru čitatelja i stručnog žirija. Dobitnik je i priznanja za životno djelo Grb grada Rovinja dobivenu za izniman doprinos razvijanju gospodarstva samoga grada. Da se radi ujedno o jednom od najvećih hrvatskih filantropa, svjedoče brojne donacije djeci bez roditelja te starijim i nemoćnim osobama. Vlahović je uvijek bio u korak s vremenom, imao je viziju te nakon što je ostvario sve što jedan menadžer u svojoj karijeri može ostvariti, povukao se s mjesta predsjednika Uprave te je postavljen na mjesto predsjednika Nadzornog odbora.

4.3. Organizacijska i vlasnička struktura

Adris grupa d.d. je grupacija za ulaganje i upravljanje s naglaskom na društveno odgovorno poslovanje. Kao središte svog poslovanja stavlja čovjeka i okruženje u kojem se čovjek nalazi te sa svojim načinom poslovanja ostavlja jaki dojam filantropske organizacije. Tako je primjerice u kriznoj 2020. godini jedna od glavnih mjera bila zadržati radna mjesta svojih zaposlenika, za koje otvoreno tvrde kako je motiviranost, znanje i vještine zaposlenika Adrisa upravo ključ razvoja samog poduzeća. Adrisova politika se sastoji od dugoročno rastuće potražnje, internacionalizacije poslovanja i premiumizacije te su sva tri elementa od dugoročne važnosti za poduzeće. Dugoročno rastuća potražnja je ključ uspjeha neograničenog poslovanja. S obzirom na ograničenu potražnju na nacionalnoj razini, poduzeće kako bi bilo uspješno je potrebno izvesti na strana tržišta, odnosno internacionalizirati poslovanje. Premiumizacija se pokazala najotpornijom na krizne situacije upravo radi potrošačeve cjenovne neosjetljivosti. U svakoj krizi, jaz između bogatih i siromašnih postaje sve veći, tako ponuda premium, odnosno visoke kvalitete, ali i cijene, neće imati negativne posljedice po samog ponuditelja. Također, Adris nastoji dostizati ekonomiju razmjera te tako doći do optimalne troškovne strukture. Drugim riječima, s porastom volumena proizvodnje, a postignutom ekonomijom razmjera, prosječni ukupni troškovi bi trebali opadati. Digitalizacija je također jedan od važnih programa poslovanja, tako je primjerice u turističkom sektoru pomoću platforme i aplikacije TrustYou, moguće brzo reagirati na primjedbe samog gosta te negativnu povratnu informaciju pretvoriti u pozitivnu ocjenu promptnom i kvalitetnom reakcijom. Na takav način se poboljšava korisničko iskustvo i dolazi se do diferencijacije u odnosu na konkurenciju.

Adrisov portfelj u turističkom sektoru predvodi Maistra d.d. koja s 3% kapaciteta ostvaruje gotovo 5% noćenja u Republici Hrvatskoj, što je izuzetno respektabilan pokazatelj. U 2020. godini, HUP-ZAGREB d.d. se integrirao u turistički dio Grupe. Maistra se nastoji nametnuti i kvalitetno pozicionirati u četiri najpoznatija hrvatska odredišta, a to su Rovinj, Dubrovnik, Zagreb i Split. Maistra d.d. je najinternationalizirano poduzeće unutar Adris grupe d.d. s oko 90 do 95 posto prihoda na inozemnim ili stranim tržištima. Maistrina konsolidirana EBITDA je u kriznoj 2020. godini iznosila 117 milijuna kuna, ali je ostvaren neto gubitak u iznosu od 127 milijuna kuna što će reći da je Maistra grupa sačuvala likvidnost, ali su se osjetile posljedice pandemije. U 2021. godini, EBITDA je iznosila 500 milijuna kuna, a neto dobit 153 milijuna kuna. O samoj Maistri će se detaljnije pisati u sljedećem poglavlju.

Drugo najinternacionalizirano poduzeće Adrisova portfelja je Cromaris d.d., koji ostvaruje 87 posto prihoda na inozemnim tržištima. Cromaris je druga kompanija na svijetu po uzgoju brancina i orade mjereći količinu proizvodnje te je lider u proizvodnji i preradi mediteranske ribe vrhunske kvalitete. Cromaris je prisutan diljem Europe, a glavno izvozno tržište je Italija. Osim Italije, tu je Njemačka, Francuska, Austrija, Poljska, Švicarska, Španjolska i cijela Jugoistočna Europa. Kao i kod Maistre, internacionalizacija poslovanja je ključ uspjeha Cromarisa. U kriznoj 2020. godini uzrokovanoj pandemijom COVID-19, Cromaris je nastavio s uspješnim poslovanjem zahvaljujući učinkovitoj prilagodbi u organizaciji i distribuciji koja je bila nužna zbog zatvaranja ugostiteljskih objekata te glavnim distributivnim kanalom postaju maloprodajni lanci. Cromaris je najbrže rastuće poduzeće u Adrisovu portfelju te ima tendenciju daljnjeg rasta. Primjerice, u 2020. naspram 2019. godine, prihod od prodaje narastao je za 8 posto, prihod od prodaje brancina, orade i hame 16 posto, prodaja ribe za 9 posto te je u 2020. godini ostvarena neto dobit u iznosu od 9,2 milijuna kuna. U 2021. godini naspram krizne 2020. godine, ostvaren je rast prodaje ribljih proizvoda od 21 posto, prihodi od prodaje su narasli za 20 posto te su iznosili 614 milijuna kuna, a neto dobit je narasla za 42 posto te je iznosila 13 milijuna kuna. *Produit de la Mer* je ugledni francuski specijalizirani časopis koji je Cromarisu 2020. godine dodijelio nagradu *Labo de l'innovation* za inovaciju godine za skin pakiranje fileta brancina, orade i hame. U službenim izvješćima Cromarisa za 2020. godinu, rečeno je kako planiraju uložiti 300 milijuna kuna u razdoblju od 2021. do 2023. godine u rast i razvoj te nastavak izgradnje tvornice za preradu ribe. U investicijskim pothvatima, najveći oslonac i financijsku podršku za daljnji razvoj dobivaju od same matice, odnosno Adris grupe d.d. koja je financijski stabilna, solventna i likvidna. Cromaris u 2021. godini uvodi dvije mediteranske ribe vrhunske kvalitete, nutritivno bogate te gastronomski prepoznate, a to su gof i zubatac. Pojačavši tako svoj proizvodni portfelj, Cromaris je postao jedini uzgajivač gofa i zubatca u svijetu, što je produkt dugogodišnjeg istraživanja i razvoja Cromarisovih stručnjaka. Time Cromaris pokazuje kako se ulaganjem u ljude, istraživanje i razvoj, postižu vrhunski rezultati svjetskih razmjera u inovacijama. Također, Cromaris za svog zubatca, osvaja priznanje *Superior Taste Award* s dvije zvjezdice od *International Taste Institute*-a u Bruxellesu za 2021. godinu.

Treća strateška poslovna jedinica Adris grupe d.d. je osiguranje, odnosno Croatia osiguranje d.d. kao najstarije osiguravajuće društvo u Hrvatskoj te je ujedno i lider na tržištu s udjelom od 27,52%, s naglaskom da 31,79% neživotnih osiguranja pripada Croatia osiguranju u odnosu na konkurenciju na tržištu. Prije krizne 2020. godine uzrokovane pandemijom COVID-19, hrvatsko tržište osiguranja je raslo oko 4% godišnje, a tržište neživotnih osiguranja 5,5%. Najveći pad prodaje novih automobila u Europskoj uniji je upravo bio u Hrvatskoj, u kriznoj 2020. godini i to za 43%. Hrvatsko tržište osiguranja je očekivalo rast od 3% godišnje, dok je isti bio 5% prije pandemije, ali se isto tako još 2020. pokazalo da osiguravatelji koji su digitalizirali poslovanje bilježe brže stope rasta u odnosu na konkurenciju koja se drži tradicionalnih metoda. U 2021. godini, hrvatsko tržište osiguranja je naraslo 8,9% te debelo nadmašilo očekivanja koja su prognozirana 2020. godine u kojoj je tržište palo za 2,6%. Croatia osiguranje je zahvaljujući promptnoj reakciji na posljedice uzrokovane pandemijom, uložilo 200 milijuna kuna u digitalizaciju te je početkom listopada predstavilo LAQO, prvo stopostotno digitalno osiguranje na hrvatskom tržištu koje je specifično po svojoj jednostavnosti upotrebe te je inteligentno osmišljeno da pojednostavi proces osiguranja samom osiguraniku. Također, u suradnji s Fakultetom elektrotehnike i računarstva, tzv. FER-om, osnovao se novi specijalistički studij INSURTECH, odnosno Proizvodi, digitalne inovacije i tehnologije u osiguranju. Nezahvalnu 2020. godinu na hrvatskom tržištu osiguranja nije obilježila samo pandemija COVID-19, već potresi 22. ožujka s epicentrom u Zagrebu i 29. prosinca s epicentrom u Petrinji, nedaleko od Siska te odluka Vrhovnog suda Republike Hrvatske o povećanju orijentacijskih kriterija i iznosa za nematerijalne štete. Sve je to imalo negativne posljedice na osiguravatelje, a Croatia osiguranje procjenjuje da su ih iste konkretno koštale 100 milijuna kuna prije poreza. Unatoč tom podatku, Croatia osiguranje grupa je 2020. godine ostvarila neto dobit od 328 milijuna kuna, a Croatia osiguranje grupu uz Croatia osiguranje d.d. čini još Croatia-Tehnički pregledi d.o.o., Croatia osiguranje mirovinsko društvo d.o.o. koje upravlja fondovima i Croatia poliklinika koja se bavi zdravstvom. Konsolidirana neto dobit u 2021. godini iznosi 363 milijuna kuna, odnosno rast od 11% u odnosu na 2020. godinu. Konsolidirana bruto premija iznosi 3.436 milijuna kuna što predstavlja rast od 6% u odnosu na 2020. godinu. Ulaganja u 2021. su iznosila 100 milijuna kuna, a do 2023. se planira investirati još nešto više od 200 milijuna kuna, od čega najviše u digitalizaciju i samu digitalnu transformaciju poduzeća. Od inovativnosti u 2021. godini, svakako valja istaknuti LaqoPrevent i indeksno osiguranje od suše. LaqoPrevent je nagrađen kao Najbolji projekt poslovnog sektora u

ostvarivanju sigurne zajednice od strane Hrvatske udruge menadžera sigurnosti. Croatia osiguranje je u suradnji s najvećim svjetskim reosigurateljem, Swiss Re-om, ponudilo inovativno rješenje kod osiguranja od suše. Kod indeksnog osiguranja od suše ili nedostatka vlage u tlu, koristi se napredna tehnologija koja mjeri vlažnost tla putem satelita. Na temelju satelitskih podataka koji su izuzetno precizni, šteta se isplaćuje bez izlaska procjenitelja na teren te je 90% naknada bivalo isplaćeno u roku od dva tjedna.

Na temelju gore navedenih podataka, a dobivenih iz službenih izvještaja preuzetih sa Zagrebačke burze⁵³, organizacijska struktura Adris grupe d.d. je izuzetno dobro i kvalitetno posložena. Adrisova poduzeća iz različitih industrija omogućuju reduciranje rizika od insolventnosti i nelikvidnosti i u kriznim situacijama kao što je to bilo u 2020. godini, koju su obilježila krizna vremena zbog pandemije i svih njenih posljedica koje je ostavila po svjetsko gospodarstvo, pogotovo s ogromnim padom u turističkom sektoru.

Temeljni kapital Adris grupe d.d. iznosi 164 milijuna kuna, a podijeljen je na točno 16,4 milijuna dionica izdanih u nematerijaliziranom obliku, a vode se kod Središnjeg klirinškog depozitnog društva d.d. Od 16,4 milijuna dionica, 9.615.900 je redovnih dionica oznake ADRS (ADRS-R-A), dok je 6.784.100 povlaštenih dionica oznake ADRS2 (ADRS-P-A). Redovne dionice imaju prava glasa na Glavnoj skupštini, pravo na isplatu dividende i isplatu ostatka stečajne mase, dok povlaštene dionice nemaju prava glasa na Glavnoj skupštini, ali imaju pravo prvenstva pri isplati dividende i ostatka iz stečajne mase.

U vlasničkoj strukturi redovnih i povlaštenih dionica, nema niti jednog vlasnika s udjelom iznad 20%, ali može se primijetiti kako u redovnim dionicama s pravom glasa na Skupštini obitelj Vlahović drži 25%, od čega je Adrisov najveći vizionar, mr. sc. Ante Vlahović, vlasnik 18% udjela, a njegove kćeri Ines i Tea Silvia svaka ima po 3,5% udjela. Također je vidljivo kako u vlasničkim udjelima dionica, poglavito povlaštenih, ima velik broj banaka i mirovinskih fondova što pokazuje kvalitetu i stabilnost poslovanja Adrisa koja je prepoznata i od najzahtjevnijih investitora.

⁵³ Zagrebačka burza (2022.), Adris grupa d. d. na dan 22.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007>

Slika 11. *Vlasnička struktura redovnih dionica Adris grupe d.d.*

ADRS GRUPA D.D./REDOVNA DIONICA ADRS-R-A

| Vlasnik/nositelj računa/Suovlaštenik/imatelj VP | Stanje | Vrijednost [HRK] | [%] | Vrsta računa |
|--|------------------|----------------------|--------------|---------------|
| 1. VLAHOVIĆ ANTE (77363962568) | 1.730.776 | 747.695.232 | 18,00 | Osnovni račun |
| 2. ZAGREBAČKA BANKA D.D. (92963223473) | 1.243.179 | 537.053.328 | 12,93 | Skrb. račun |
| 3. CUCCURIN PLINIO (65278825271) | 597.765 | 258.234.480 | 6,22 | Osnovni račun |
| 4. OTP BANKA D.D. (52508873833)/ERSTE PLAVI OMF KATEGORIJE B (37688683890) | 589.856 | 254.817.792 | 6,13 | Skrb. račun |
| 5. POKRAJAC ANTON (95205459542) | 400.039 | 172.816.848 | 4,16 | Osnovni račun |
| 6. OTP BANKA D.D. (52508873833)/AZ OMF KATEGORIJE B (59318506371) | 338.183 | 146.095.056 | 3,52 | Skrb. račun |
| 7. VLAHOVIĆ MAZINJANIN INES (38438611143) | 336.557 | 145.392.624 | 3,50 | Osnovni račun |
| 8. VLAHOVIĆ TEA SILVIA (96543265692) | 336.557 | 145.392.624 | 3,50 | Osnovni račun |
| 9. MON PERIN D.D. (06374155285) | 216.590 | 93.566.880 | 2,25 | Osnovni račun |
| 10. ŠORAK-POKRAJAC MARICA (06748782645) | 210.587 | 90.973.584 | 2,19 | Osnovni račun |
| Ukupno: | 6.000.089 | 2.592.038.448 | 62,40 | |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1> (preuzeto 22. travnja 2022.)

Slika 12. *Vlasnička struktura povlaštenih dionica Adris grupe d.d.*

ADRS GRUPA D.D./POVLAŠTENI DIONICI ADRS-P-A

| Vlasnik/nositelj računa/Suovlaštenik/imatelj VP | Stanje | Vrijednost [HRK] | [%] | Vrsta računa |
|--|------------------|----------------------|--------------|---------------|
| 1. OTP BANKA D.D. (52508873833)/AZ OMF KATEGORIJE B (59318506371) | 643.186 | 283.001.840 | 9,48 | Skrb. račun |
| 2. PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D. (02535697732)/RAIFFEISEN OMF KATEGORIJE B (53009692506) | 574.582 | 252.816.080 | 8,47 | Skrb. račun |
| 3. ADRIS GRUPA D.D. (82023167977) (1/1) | 566.762 | 249.375.280 | 8,35 | Osnovni račun |
| 4. OTP BANKA D.D. (52508873833)/ERSTE PLAVI OMF KATEGORIJE B (37688683890) | 415.181 | 182.679.640 | 6,12 | Skrb. račun |
| 5. PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D. (02535697732) | 210.284 | 92.524.960 | 3,10 | Skrb. račun |
| 6. PRIVREDNA BANKA ZAGREB D.D. (02535697732) | 188.450 | 82.918.000 | 2,78 | Skrb. račun |
| 7. HPB D.D. (87939104217)/KAPITALNI FOND D.D. (08269700991) | 179.303 | 78.893.320 | 2,64 | Skrb. račun |
| 8. ZAGREBAČKA BANKA D.D. (92963223473) | 148.105 | 65.166.200 | 2,18 | Skrb. račun |
| 9. VLAHOVIĆ ANTE (77363962568) | 144.189 | 63.443.160 | 2,13 | Osnovni račun |
| 10. POKRAJAC ANTON (95205459542) | 138.247 | 60.828.680 | 2,04 | Osnovni račun |
| Ukupno: | 3.208.289 | 1.411.647.160 | 47,29 | |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1> (preuzeto 22. travnja 2022.)

Neki bi se usudili reći kako je Adris gotovo obiteljsko poduzeće, iako obitelj Vlahović nema apsolutnu, već relativnu većinu dionica s pravom glasa na Glavnoj skupštini. Definicija obiteljskog poduzetništva vrlo je složena. Najjednostavnije rečeno, obiteljska poduzeća jesu poduzeća koja uključuju neki oblik obiteljskog sudjelovanja i u kojima strateško odlučivanje kontrolira jedna ili nekoliko obitelji. Možemo reći da obiteljsko poduzeće čini svaki posao

registriran kao trgovačko društvo ili obrt u vlasništvu obitelji ili na koji obitelj svojim ponašanjem i odlukama ima presudan utjecaj.⁵⁴ S obzirom na definiciju obiteljskog poduzetništva, može se reći kako je Adris grupa d.d. latentno obiteljsko poduzeće pod utjecajem obitelji Vlahović. Ipak, postoji jasna distinkcija vlasništva od upravljanja zato što je Vlahović bio predsjednik Upravnog odbora Adrisa od osnivanja pa sve do 2019., a u ovisnim poduzećima Adrisa eventualno u Nadzornom odboru, dok su drugi upravljali istima.

Slika 13. Udio vlasništva Adrisa u ovisnim društvima

| Naziv ovisnog društva | % vlasništva | |
|--|--------------|-------|
| | 2021. | 2020. |
| MAISTRA d. d., Rovinj, Hrvatska: | 91,80 | 91,28 |
| - GRAND HOTEL IMPERIAL d. d., Dubrovnik, Hrvatska | 75,19 | 74,77 |
| CROMARIS d. d., Zadar, Hrvatska: | 100 | 100 |
| - Cromaris Italia s.r.l., Treviso, Italija | 100 | 100 |
| EXPERTUS d. o. o., Zagreb, Hrvatska: | 100 | 100 |
| - HUP-ZAGREB d. d., Zagreb, Hrvatska: | 100 | 100 |
| - HOTELI DUBROVAČKA RIVIJERA d. d., Dubrovnik, Hrvatska -pripojeno HUP -u Zagreb s 1.1.2021. | - | 100 |
| ABILIA d. o. o., Rovinj, Hrvatska | 100 | 100 |
| CROATIA osiguranje d. d., Zagreb, Hrvatska: | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA PREMIUM d. o. o., Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - Histria Construct d. o. o., Zagreb | - | 66,39 |
| - Core 1 d. o. o., Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - Razne Usluge d. o. o. – u likvidaciji, Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA-Tehnički pregledi d. o. o., Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - STP Pitomača, Pitomača | 66,91 | 66,39 |
| - STP Blato, Blato | 66,91 | 66,39 |
| - Slavonijatrans-Tehnički pregledi d. o. o., Sl. Brod | 50,85 | 50,46 |
| - Autoprijevoz d. d., Otočac | 52,94 | 52,53 |
| - Herz d. d., Požega | 66,91 | 66,39 |
| - AUTO MAKSIMIR VOZILA d. o. o. | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA osiguranje mirovinsko društvo d. o. o., Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - CO Zdravlje d. o. o. | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA Poliklinika, Zagreb | 66,91 | 66,39 |
| - Milenijum osiguranje a.d., Beograd | 66,91 | 66,39 |
| - Croatia osiguranje d. d., Mostar | 64,98 | 63,08 |
| - Crotehna d. o. o., Ljubuški | 66,91 | 66,39 |
| - Ponte d. o. o., Mostar | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA remont d. d., Čapljina | 51,55 | 46,33 |
| - Croauto d. o. o., Mostar | 44,69 | 46,33 |
| - Hotel Hum d. o. o., Ljubuški | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA osiguranje a.d. društvo za osiguranje neživota, Skopje | 66,91 | 66,39 |
| - CROATIA osiguranje a.d., društvo za osiguranje života, Skopje | 66,91 | 66,39 |
| - AK POLICA d. o. o., Varaždin | - | 66,39 |
| - ASTORIA d. o. o., Zagreb, Hrvatska | 66,91 | 66,39 |
| - CO LOGISTIKA d.o.o., Zagreb | 66,91 | - |
| - M-TEH d.o.o., Beograd | 66,91 | - |
| - Skadenca d.o.o., Mostar | 66,91 | - |
| - Strmec Projekt d.o.o., Zagreb | 66,91 | - |

Izvor: https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007&tab=stock_news (preuzeto 22. travnja 2022.)

⁵⁴ Škrčić, M., Mikić, M. (2011.), *Poduzetništvo*, Zagreb: Sinergija, str. 10.

4.4. Financijska analiza poslovanja

Adris grupa d.d. ili Adris, kao osnovnu funkciju ima ulaganje i upravljanje. Grupu čine tri strateške poslovne jedinice, a to su Maistra d.d. u sektoru turizma, Cromaris d.d. u prehrambenoj industriji i Croatia osiguranje d.d. u industriji osiguranja. Maistra d.d. i Croatia osiguranje d.d. kotiraju na Zagrebačkoj burzi, dok najbrže rastuće poduzeće Grupe, Cromaris d.d., ne kotira na burzi i u stopostotnom je vlasništvu Adris grupe d.d. Poduzeće Cromaris d.d. još uvijek nije dovoljno jako kao druga dva poduzeća Grupe da bi generiralo prihode i dobit koji bi mogli nadoknaditi lošiji rezultat jedna od druga dva poduzeća, ali s obzirom na tendenciju daljnjeg rasta i investicijskih ulaganja u Cromaris, u budućnosti će zasigurno doseći tu razinu.

Krizna godina, godina pandemije uzrokovane virusom COVID-19, po sektor turizma definitivno nezaboravna 2020. godina, dovela je do tektonskih promjena u sektoru turizma, odnosno turističkoj industriji na razini svijeta. World Tourism Organization, poznato pod skraćenicom UNWTO ili na hrvatskom Svjetska turistička organizacija, objavila je podatak kako je 35% radnih mjesta bilo ugroženo u sektoru turizma za vrijeme pandemije u svijetu, odnosno kvantificirano oko 110 milijuna radnih mjesta. Svjetska turistička organizacija je također objavila kako su turistički dolasci u svijetu bilježili pad od 74%, a u Europi 71% u kriznoj, po turizam fatalnoj, 2020. godini. Procjena je da je gubitak u 2020. godini od izvoza usluga, odnosno prihoda od izvoza turizma bio oko 1.300 milijardi američkih dolara što je na razini 11 puta većeg gubitka od zadnje ekonomske krize tijekom 2009. godine. Republika Hrvatska je ostvarila najbolji rezultat na Mediteranu s padom dolazaka od čak 63% i noćenja oko 50%, ponajviše zahvaljujući povoljnijoj epidemiološkoj situaciji u trećem kvartalu.

Taman nakon što je pandemija počela stagnirati, procijepljenost stanovništva rasti, nakon što je stanovništvo stvorilo određenu razinu imuniteta nad virusom COVID-19, nakon što su počele investicije koje su bila naznaka gospodarskog oporavka, izbila je ruska agresija na Ukrajinu 24. veljače 2022. godine. Uzevši u obzir sankcije koje su nametnuli SAD, Velika Britanija i zemlje članice Europske unije Rusiji, započeo je masovni rast troškova energenata. Rusija je proizvođač 12% ukupne svjetske proizvodnje nafte, najveći dobavljač plina u svijetu s udjelom od 14% i proizvođač 5% ukupne svjetske potrošnje ugljena. Rusija je dobavljač plina zemljama Europske unije s udjelom nešto više od 40% u omjeru s ukupnom potrošnjom na razini Europske unije. U apsolutnom iznosu, Europska unija uvozi

iz Rusije nešto više od 200 milijardi kubika plina, a ukupna potrošnja plina na razini Europske unije je oko 500 milijardi kubika. Što se tiče energenata i njihove važnosti za ljudske globalne energetske potrebe, nafta čini 33%, ugljen 30% i plin 22%, što čini ukupno 87% ljudske globalne potrebe za energijom. Izoliranjem Rusije i njene ekonomije, dolazi do rasta cijena energenata, pogotovo na razini cijele Europske unije. Finska uvozi 94%, Latvija 93%, Bugarska 77%, Njemačka 49%, Italija 46%, a Francuska uvozi 25% plina od Rusije. U travnju krizne 2020. godine, cijena nafte je na burzi pala na nešto više od 22 američka dolara, što se zadnji puta dogodilo 2004. godine, a nakon izbijanja agresije Rusije na Ukrajinu, cijena nafte je u ožujku 2022. godine dosegla rekordnih 127 američkih dolara po barelu na burzi, dok se cijena u travnju 2022. godine kreće oko 105 američkih dolara po barelu. Nakon dva mjeseca borbe, ne naslućuje se da će doći ubrzo do primirja te je nemoguće odrediti do kada će agresija na Ukrajinu trajati. U svakom slučaju, razmjeri ekonomske štete su ogromni. Rastom nafte i plina, narast će ulazni troškovi te će doći do rasta cijena hrane i transporta. Inflacija je i prije izbijanja agresije Rusije nad Ukrajinom pogodila globalnu ekonomiju, s obzirom na iznos novca koji se tiskao u središnjim bankama diljem svijeta kako bi dali novčane potpore poduzetnicima u svrhu ublažavanja posljedica lockdowna diljem svijeta. Primjerice, Adris grupa, točnije članice iste su u 2020. godini dobile 113 milijuna kuna potpora, a 73 milijuna kuna potpora su dobile u 2021. godini. Za Republiku Hrvatsku u 2020. godini, trošak pandemije po fiskalnoj statistici iznosi 30 milijardi kuna. Posljedice agresije, dodatno povećavaju cijene hrane i pića te općenito kupovna moć opada. Cijene dobara i usluga rastu zbog posljedica inflacije te energetske krize uzrokovane agresijom Rusije nad Ukrajinom, zbog koje dolazi do poskupljenja plina, nafte i struje. U drugu ruku, plaće stagniraju, čime se narušava kupovna moć građana, a koliko će kriza utjecati na rad samih poduzeća i Adris grupe d.d. konkretno, teško je kvantificirati. Pozitivna vijest je da je Republika Hrvatska za razdoblje 2021. – 2027., osigurala 24,2 milijarde eura iz sredstava Europske unije za gospodarski oporavak, razvoj i jačanje otpornosti gospodarstva.

U 2021. godini, po službenim revizorskim izvješćima dostupnima na stranici Zagrebačke burze ili na stranici Adrisa, vidljivo je kako je Croatia osiguranje glavni generator neto dobiti te najčvršći oslonac Adris grupe d.d. Croatia osiguranje je u 2021. godini ostvarilo konsolidiranu neto dobit u iznosu od 363 milijuna kuna, turistički dio grupe predvođen Maistrom d.d. je ostvarilo konsolidiranu neto dobit u iznosu od 153 milijuna kuna, a

Cromaris d.d. u segmentu zdrave hrane neto dobit u iznosu od 13 milijuna kuna. Sveukupna neto dobit tri poslovna segmenata, odnosno turizma koji obuhvaća turističke usluge, osiguranja te proizvodnje i prodaje zdrave hrane, iznosi 529 milijuna kuna. Nakon eliminacija poslovnih događaja i transakcija unutar grupe kako bi se dobio konsolidirani financijski izvještaj jednog ekonomskog subjekta, u ovom slučaju Adris grupe, konsolidirana neto dobit Adrisa iznosi 403 milijuna kuna za 2021. godinu.

Bivši predsjednik SAD-a, John F. Kennedy, rekao je da se riječ kriza, na kineskom jeziku, sastoji od dva znaka. Jedan predstavlja opasnost, a drugi predstavlja priliku. Kada se poduzeće nađe u okruženju kojega je obuhvatila kriza, ključno je koje će upravljačke odluke menadžment donijeti jer iste ovise o opstanku poduzeća, ali prije svega o spremnosti istoga da dočeka i iskoristi fazu oporavka tržišta i potražnje. Iz tog razloga, najbolje je promatrati 2020. godinu kao godinu obilježenu globalnom krizom uzrokovanu pandemijom virusa COVID-19, u kojoj su prekinuti opskrbeni lanci, gotovo onemogućeno kretanje stanovništva te sama neizvjesnost do kada će mjere biti na snazi i koliko će pandemija potrajati. Adris grupa d.d. se odlučila na politiku zadržavanja i očuvanja radnih mjesta, čime je pokazala brigu za svoje zaposlenike te pokazala kako su oni ključ uspjeha poslovanja. Investicijske aktivnosti u turističkom segmentu su se smanjile za 50% od planiranih, a sve radi očuvanja likvidnosti poduzeća. Također, poslovne aktivnosti su se usmjerile na optimalizaciju troškova u svrhu očuvanja financijskog potencijala i same održivosti sustava. Na razini Adris grupe d.d., smanjeni su varijabilni troškovi za nešto više od 400 milijuna kuna, a investicijska ulaganja su smanjena u iznosu nešto više od 200 milijuna kuna, čime je sačuvana likvidnost samo od toga za nešto više od 600 milijuna kuna, što je sve u skladu s padom prihoda. Kapitalna ulaganja koja su bila u 2020. godini, u pravilu su se odnosila na digitalizaciju poslovanja u turističkim poslovnim jedinicama i u osiguranju. Ukupan prihod u 2020. godini iznosio je 4,7 milijardi kuna što je 18% manje u usporedbi s 2019. godinom, od čega je 4,3 milijarde kuna prihod od prodaje robe i usluga što je 20% manje u usporedbi s 2019. godinom. Konsolidirana EBITDA ili dobit prije kamata, poreza i amortizacije, u 2020. godini je bila 586 milijuna kuna, dok je neto dobit bila 45 milijuna kuna. Nakon manjinskih interesa, ostvaren je neto gubitak u iznosu od 27 milijuna kuna za 2020. godinu. U slučaju kada matrica ne posjeduje sve dionice s pravom glasa ovisnog društva, onaj dio koji nije u vlasništvu matrice drže ostali dioničari koji se nazivaju manjinskim dioničarima. Interes manjinskih dioničara u ovisnom društvu u računovodstvenom smislu naziva se

manjinski interes, odnosno sa stajališta matice nekontrolirani interes.⁵⁵ Prema MSFI-u 10, Konsolidirani financijski izvještaji, matrica je dužna manjinske interese, točnije nekontrolirajuće udjele u konsolidiranom izvještaju prikazati u sklopu vlasničke glavnice, ali opet napraviti jasnu distinkciju od dijela vlasničke glavnice koja pripada vlasnicima same matice. Za vrijeme krizne 2020. godine, zaduženost Adris grupe d.d. ostala je na niskoj razini te je konsolidirana zaduženost iznosila 0,9 puta EBITDA, što pokazuje izrazitu snagu i sposobnost poslovanja da nije potrebno veliko zaduženje kako bi Adris grupa d.d. došla do novca. Adrisov dobro diversificiran portfolio poslova u svoje tri strateške poslovne jedinice, pokazao se kao ključem uspjeha u kriznim vremenima.

Promatrajući razdoblje u 2021. godini, Adris grupa d.d. je imala skoro 400 milijuna kuna kapitalnih ulaganja. Od poslovnih segmenata, snažan oporavak je bio u turizmu, iako su početkom godine i dalje bile stroge epidemiološke mjere. Osiguranje se ponovno pokazalo kao najjači nositelj Adrisa te je Croatia osiguranje d.d. ostvarilo konsolidiranu neto dobit u iznosu od 363 milijuna kuna. Konsolidirana neto dobit turističkog poslovnog segmenta predvođeno Maistrom d.d. je iznosila 153 milijuna kuna. U segmentu zdrave hrane, Cromaris d.d. je ostvario neto dobit u iznosu od 13 milijuna kuna, što je rast od skoro 42% u odnosu na 2020. godinu te je prema financijskim pokazateljima Cromaris d.d. i dalje najbrže rastuće poduzeće Adris grupe d.d. s tendencijom daljnjeg rasta. Ukupna neto dobit iz poslovnih segmenata je 529 milijuna kuna, a nakon eliminacije neto dobit razdoblja iznosi 403 milijuna kuna. Neto dobit nakon manjinskih interesa u 2021. godini iznosi 296 milijuna kuna. Konsolidirana EBITDA u 2021. godini iznosi 1,02 milijarde kuna, što je u usporedbi s pretpandemijskom 2019. godinom za 4% manje. Ukupan prihod Adris grupe d.d. je u 2021. godini iznosio 5,7 milijardi kuna što je 20% više nego u 2020. godini, a prihod od prodaje roba i usluga skoro 5,3 milijarde kuna, što je 22% više u odnosu na 2020. godinu. Konsolidirana zaduženost Adris grupe d.d. za 2021. godinu iznosi 0,8 puta EBITDA, što je bolji omjer u odnosu na prethodnu 2020. godinu. Od 2022. do kraja 2024. godine, Adris grupa d.d. planira uložiti dvije milijarde kuna u proizvode i usluge koji imaju brzo razdoblje povrata, što se najviše pokazalo u kampovima u Istri te nakon toga u premium hotelima s pet zvjezdica te u strateški važne projekte koji donose prepoznatljivost, kao primjerice

⁵⁵ Orsag, S., Gulin, D. (1996.), *Poslovne kombinacije*, Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 337.

Westin u Zagrebu i hotel Marjan u Splitu. Plan je srušiti postojeću infrastrukturu hotela Marjan te sagraditi hotel od temelja. S obzirom na najavljena velika kapitalna ulaganja, Adris grupa d.d. se ne planira zadužiti više od tri puta EBITDA-e.

Prema istraživanju *Dividend Policies and Business Groups: the Case of Croatia*⁵⁶, postavljene su hipoteze trebaju li poduzeća koja su dio poslovne grupe isplaćivati veće ili manje dividende. Prema istom istraživanju, zaključuje se da hrvatska poduzeća nemaju stabilan omjer dividendi i EBITDA, odnosno dobit prije kamata, poreza i amortizacije (engl. Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization) u promatranom razdoblju od 2006. do 2017. Također, prema istom istraživanju je donesen zaključak kako hrvatska poduzeća ne isplaćuju dividende često niti dosljedno, a prema teoriji hijerarhije izbora (engl. pecking order) poduzeća koja su dio poslovne grupe bi trebala plaćati niže dividende što je i slučaj kod poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi, odnosno podliježu teoriji pecking order. Kada je u pitanju Adris grupa d.d., u razdoblju od zadnjih pet i pol godina, odnosno od 2017. do polovice 2022. godine, odluka o isplati dividendi imateljima dionica matice, odnosno Adris grupe d.d., je bila svake godine izuzev 2020. godine. Odlukom Glavne skupštine 2017. godine isplaćene su dividende u iznosu od 17 kuna po dionici, 2018. 17,5 kuna po dionici, 2019. 18,20 kuna po dionici, 2020. nije donesena odluka o isplati dividende zbog krizne 2020. godine te radi neizvjesnosti trajanja pandemije, dok je 2021. godine na Glavnoj skupštini donesena odluka o isplati dividende u iznosu od 12,5 kuna. Na Glavnoj skupštini u lipnju 2022. godine bi se trebala donijeti odluka o isplati dividende od 15,5 kuna po dionici što je već poslano kao prijedlog i dostupno na stranicama Zagrebačke burze. Sve dividende se više-manje isplaćuju iz zadržane dobiti ostvarene poslovanjem Adris grupe d.d. u razdoblju od 2005. do 2012. godine. Adris je imao uravnoteženu dividendnu politiku prije krizne 2020. godine, a EBITDA niti prije niti nakon krizne 2020. godine nema toliko stabilan omjer. Poduzeća pod maticom, odnosno Adris grupom d.d., podliježu teoriji pecking order, jer ona u pravilu uopće ne isplaćuju dividendu, dok ju isplaćuje sama matica.

⁵⁶ Sopta, M., Mikić, M. i Horvatinović, T. (2019.), *Dividend Policies and Business Groups: the Case of Croatia*, *Zagreb International Review of Economics and Business*, 22(SCI), str. 25-36. <https://doi.org/10.2478/zireb-2019-0003>

5. INVESTICIJSKO ODLUČIVANJE NA PRIMJERU PODUZEĆA MAISTRA DIONIČKO DRUŠTVO ZA HOTELIJERSTVO I TURIZAM

U ovom poglavlju će se navesti opći podaci o poduzeću Maistra d.d., analizirat će se društveno odgovorno poslovanje i uspješnost samog poslovanja od 2016. do 2021. godine te će se prikazati financijski i nefinancijski pokazatelji poduzeća Maistra d.d.. U fokusu će biti 2019. kao predpandemijska i rekordna godina, s komparacijom prijašnjih i narednih godina, a s posebnim naglaskom na 2020. kao COVID-19 godinu te 2021. godinu kada je počeo gospodarski oporavak. Kao glavni sekundarni izvori podataka koristit će se službene stranice Maistre, domaća baza FinInfo, Središnje klirinško depozitno društvo te Zagrebačka burza, koja daje pregled financijskih izvještaja, odluke Glavne skupštine i ostalih objava vezanih uz samo poslovanje Maistre.

5.1. Opći podaci o poduzeću Maistra d. d.

Maistra d.d. ima sjedište u Rovinju, Obala V. Nazora 6 i jedno je od vodećih poduzeća u turističkom sektoru u Republici Hrvatskoj te je dio koncerna Adris Grupe. Maistra d.d. je registrirana 15. ožujka 2003. godine, a nastala je spajanjem društva Jadran-turist d.d. iz Rovinja i poduzeća Anita d.d. iz Vrsara. Maistra d.d. je svoje temelje za budući razvoj imala upravo u pedesetogodišnjem poslovnom iskustvu Jadran-turista d.d. i Anite d.d. Također, svoje temelje za budući razvoj, Maistra d.d. vidi u ekološkoj osviještenosti gdje je očuvanje okoliša jedan od prioriteta, u poštovanju svih normi održivog razvoja te kroz implementaciju međunarodnih standarda turističke industrije. Grupu Maistra se sastoji od društva Maistra d.d. i Grand hotel Imperial d.d. iz Dubrovnika koji se bavi turizmom. Osnovna djelatnost Maistre d.d. je pripremanje i usluživanje jela i pića te iznajmljivanje smještaja, odnosno hotelskih soba i kampova. Obavljanje ugostiteljske djelatnosti u Republici Hrvatskoj je propisano Zakonom o ugostiteljskoj djelatnosti.⁵⁷ Ugostiteljska djelatnost istoga Zakona je pripremanje i usluživanje jela, pića i napitaka i pružanje usluga smještaja, a ugostiteljski objekti s obzirom na vrstu ugostiteljskih usluga koje se pružaju u istima razvrstavaju se u sljedeće skupine:

⁵⁷ Čavlek, N., Bartoluci, M., Prebežac, D. i Kesar, O. (2011.), *Turizam – ekonomske osnove i organizacijski sustav*, Zagreb: Školska knjiga, str. 158.

1. Hoteli
2. Kampovi
3. Ostali ugostiteljski objekti za smještaj
4. Restorani
5. Barovi
6. Catering objekti
7. Objekti jednostavnih usluga.⁵⁸

Nakon osnivanja Maistre d.d. 2005. godine do danas, došlo je do nekoliko pripajanja i akvizicija. Maistri d.d., pripojeno je društvo Rovinjturist d.d. s 1. siječnjem 2010. godine. Tako je i 30. rujna 2019. godine, Maistri d.d. pripojeno poduzeće Slobodna Katarina d.o.o. Krajem listopada 2014. godine, Maistra d.d. nastavlja širenje poslovanja u segmentu hotela s pet zvjezdica, kupivši Grand hotel Imperial d.d. u Dubrovniku koji posluje pod svjetski priznatim i etabliranim brendom – Hilton. Kada se govori o turističkom sektoru, svakako valja istaknuti i kupnju poduzeća Expertus d.o.o. od Anđelka Leke 2018. godine, a kupljen je od strane matice, odnosno Adris grupe d.d. Danas je Adris grupa d.d. sto postotni vlasnik poduzeća Expertus d.o.o. te je preuzevši i HUP Zagreb d.d., stvorena pretpostavka da Maistra d.d. postane najveća nacionalna turistička kompanija.

Što se tiče razvoja same Maistre d.d., ona je od 2005. pa sve do 2014. godine investirala 2,3 milijarde kuna u svoje smještajne kapacitete i unaprjeđenje usluge, što ju čini najvećim investitorom u regiji. Ulaganja Maistre d.d. tokom 2015. godine su iznosila 163 milijuna kuna i to u dugotrajnu imovinu, od čega ponajviše u završetak gradnje hotela Adriatic te u početak gradnje hotela Amarin. Tijekom 2016. godine, ukupna kapitalna ulaganja su iznosila 457 milijuna kuna, od čega je najviše išlo za dovršetak gradnje hotela Amarin od četiri zvjezdice te početak gradnje Grand Park Hotela Rovinja od pet zvjezdica i u kampove u Veštar, Valkanelu te Polari. Kapitalna ulaganja 2017. godine su iznosila 513 milijuna kuna, a odnosi se na gradnju Grand Park Hotela Rovinj i u kampove Veštar, Valkanelu i Polari, a krajem godine započela je rekonstrukcija hotela Hilton u Dubrovniku. Kapitalna ulaganja u 2018. godini su iznosila 505 milijuna kuna od čega se najviše odnosi na greenfield

⁵⁸ Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, Narodne novine br. 85/15, 121/16, 99/18, 25/19, 98/19, 32/20, 42/20, 126/21 (2021.), <https://www.zakon.hr/z/151/Zakon-o-ugostiteljskoj-djelatnosti>, čl. 4. i čl. 8.

investiciju, točnije izgradnju Grand Park Hotela Rovinj, ali i na ulaganja kampove kako bi se podigla razina kvalitete usluga. Investicije su u 2019. godini iznosile 339 milijuna kuna, od čega se najviše odnosilo na dovršetak gradnje Grand Park Hotela Rovinja te u prateću infrastrukturu u kampovima kako bi se povećala kvaliteta zajedničkog sadržaja. Grand Park Hotel Rovinj je otvoren te je počeo s radom u travnju 2019. godine te je isti ujedno bio proglašen od strateške važnosti za Republiku Hrvatsku. U kriznoj 2020. godini je investirano 188 milijuna kuna, od čega najviše u kampove Kovesarda i Amarin. Velik dio investicija je u 2020. godini usmjeren ka digitalizaciji i operativnoj izvrsnosti. Valja istaknuti kako su investicije smanjene za 50% u 2020. godini u svrhu čuvanja likvidnosti. Kapitalna ulaganja za 2021. godinu su iznosila 137 milijuna kuna i to najviše u poboljšanju postojećih proizvoda i usluga te priprema novih proizvoda i uslugama u kampovima, koji su se pokazali najboljom investicijom jer je povrat uloženog brži nego u hotele i naselja. Uz kampove, najotpornijim segmentom u kriznim vremenima su se pokazali premiumizirani hoteli od četiri i pet zvjezdica s vrhunskom kvalitetom usluge. Maistra d.d. od 2022. do 2024. godine, planira investirati 1,2 milijarde kuna čime želi staviti većinski dio portfelja na najvišu moguću razinu, odnosno ponudu usluge smještaja na razini s četiri i pet zvjezdica. Maistra d.d. 2019. godine postaje vlasnikom hotela Marjan. Plan je srušiti postojeću infrastrukturu hotela Marjan u Splitu, te sagraditi novi hotel iznova, tzv. greenfield investicija.

Trenutno, Maistra d.d. raspolaže sa 6 kampova koji imaju oko 8.000 parcela i mobilnih kućica, 10 hotela koji imaju 1919 smještajnih jedinica te s 8 naselja koji imaju 1949 smještajnih jedinica. Gledajući ukupno, Maistra d.d. raspolaže s 12,2 tisuće smještajnih jedinica u koje može smjestiti preko 35 tisuća gostiju dnevno, što je na razini oko 4% turističkih noćenja u Republici Hrvatskoj kada je stabilna godina poslovanja.

Ono što razlikuje Maistru od konkurencije je premiumizacija poslovanja, proaktivna prodaja te brza prilagodba operativnog poslovanja i njena efikasnost. Kod premiumizacije se misli na vrhunsku uslugu u hotelima s četiri i pet zvjezdica. Kod proaktivne prodaje se misli na razvijene direktne kanale prodaje. Kod brze prilagodbe operativnog poslovanja i njene efikasnosti se misli na pravovremeno otvaranje objekata i učinkovito upravljanje troškovima. Sve to je razlog zašto je Maistra d.d. imala veću otpornost 2020. na globalnu gospodarsku krizu uzrokovanu pandemijom u odnosu na konkurenciju u okruženju. Također, treba napomenuti kako je Maistri od samoga početka pandemije, kao osnovni

preduvjet poslovanja bio prioritet zaštite zdravlja i sigurnosti gostiju i zaposlenika. Isto tako, najveću otpornost u kriznom razdoblju su pokazali premiumizirani hoteli s vrhunskom uslugom od četiri, a pogotovo pet zvjezdica te kampovi koji su se pokazali najprofitabilnijima. Naravno, treba istaknuti i samu atraktivnost Rovinja kao grada, u čiju je prepoznatljivost uloženo puno novaca u vidu velikih marketinških napora. Maistra d.d. posluje u četiri najprepoznatljivije lokacije, a osim Rovinja, to su Dubrovnik, Zagreb i Split.

Slika 14. Vlasnička struktura Maistre d.d.

MAISTRA D.D./REDOVNA DIONICA MAIS-R-A

| Vlasnik/nositelj računa/Suovlaštenik/imatelj VP | Stanje | Vrijednost [HRK] | [%] | Vrsta računa |
|--|-------------------|----------------------|--------------|---------------|
| 1. ADRIS GRUPA D.D. (82023167977) | 9.833.062 | 2.949.918.600 | 89,85 | Osnovni račun |
| 2. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 164.964 | 49.489.200 | 1,51 | Skrb. račun |
| 3. PRODANOV RISTO (23393473815) | 66.605 | 19.981.500 | 0,61 | Osnovni račun |
| 4. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 54.879 | 16.463.700 | 0,50 | Skrb. račun |
| 5. ISKRA BERISLAV (55262653225) | 13.582 | 4.074.600 | 0,12 | Osnovni račun |
| 6. NAVA BANKA D.D. U STEČAJU (07492912398) | 6.500 | 1.950.000 | 0,06 | Skrb. račun |
| 7. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 5.933 | 1.779.900 | 0,05 | Skrb. račun |
| 8. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 5.864 | 1.759.200 | 0,05 | Skrb. račun |
| 9. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 5.656 | 1.696.800 | 0,05 | Skrb. račun |
| 10. INTERKAPITAL VRIJEDNOSNI PAPIRI D.O.O. (68481874507) | 5.578 | 1.673.400 | 0,05 | Skrb. račun |
| Ukupno: | 10.162.623 | 3.048.786.900 | 92,86 | |

Izvor: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1> (preuzeto 29. travnja 2022.)

Temeljni kapital Maistre d.d. iznosi 1.277.985.564,65 kn i podijeljen je na 10.944.339 redovnih dionica, koje glase na ime, bez nominalnog iznosa. Nema povlaštenih dionica.

Iz gornje slike koja nam pokazuje vlasničku strukturu Maistre d.d. je vidljivo kako Adris grupa d.d. ima gotovo 90% vlasničkih udjela što ju čini većinskim vlasnikom. Predsjednik Uprave Maistra d.d. je Tomislav Popović, a predsjednik Nadzornog odbora je mr. sc. Ante Vlahović. Maistra d.d. je sa svojim turističkim objektima u Rovinju, Dubrovniku, Vrsaru, Zagrebu i uskoro u Splitu, prema dobrom putu da postane međunarodno prepoznata kao hospitality brend vrhunske kvalitete. Maistra d.d. temelji svoje poslovanje na vrhunskim personaliziranim uslugama visoke kvalitete uz pružanje autentičnog mediteranskog, istarskog i hrvatskog doživljaja.

5.2. Politika društveno odgovornog poslovanja u poduzeću Maistra d. d.

Maistra je 2018. godine certificirala Sustav upravljanja zaštitom okoliša prema normi ISO 14001:2015. koji zajedno s implementiranim sustavom upravljanja kvalitetom prema normi ISO 9001:2015 čini dio cjelokupnoga organizacijskog integriranog sustava upravljanja kvalitetom. Sustavi su implementirani u sve hotele, naselja, kampove i poslovne funkcije Maistre.⁵⁹ Maistra d.d. je jedna od vodećih hotelijerskih kompanija u Hrvatskoj, sa svojim smještajnim objektima u Rovinju, Vrsaru, Dubrovniku, Zagrebu i uskoro u Splitu.

Vizija Maistre je biti prvi izbor i sinonim iskrenog gostoprimstva. Maistra d.d. provodi više politika kako bi ispunila održivost poslovanja i zaštitu okoliša, a to su:

- Politika održivog poslovanja
- Politika radnih standarda i ljudskih prava
- Politika zaštite zdravlja i sigurnosti na radu
- Politika kvalitete
- Politika zajednice
- Politika zaštita prava djece
- Politika zaštite okoliša

Politika održivog poslovanja Maistre d.d. za cilj ima integrirati načela održivog razvoja na sve razine svoga djelovanja te uspostaviti i promovirati održiv razvoj na vlastitim primjerima zdrave prakse i kao sudionik zajednice, kao što se obvezuje smanjiti i negativan utjecaj na okoliš. Politiku održivog poslovanja Uprava Maistre nastoji voditi osiguravanjem sigurnog i zdravog radnog mjesta, vodeći računa o potrebama zajednice, očuvanje prirodnih resursa tako da se resursi recikliraju i ponovno koriste, povećanje ekološke svijesti među svim stakeholderima, korištenje procesa koji utječu pozitivno na okoliš, odgovornim korištenjem energije na razini cijele organizacije te kontinuirano provođenje napora za poboljšanje i zaštitu okoliša. Za uspostavljanje, provedbu i održavanje Politike održivog razvoja, odgovornost snosi Uprava Maistre d.d., a provode se i stroge revizije, samoprocjene i evaluacije provedbe ove Politike na smanjenje negativnih učinaka na okoliš.

⁵⁹ Maistra (b. d.), Politika tvrtke, preuzeto 02. svibnja 2022. s <https://www.maistra.com/hr>

Politika radnih standarda i ljudskih prava se ogleda u poštivanju međunarodnih, supranacionalnih i nacionalnih ljudskih prava te nadljudskih napora da ne dođe do kršenja istih. Sam način razmišljanja o provedbi ove Politike polazi od uzrečice: „Misli globalno, djeluj lokalno“ te da im je čovjek na prvom mjestu. Međunarodni instrumenti kojima se koristi Maistra sačinjeni su od brojnih deklaracija i konvencija od kojih su neke Opća deklaracija o pravima čovjeka i građanina, Konvencija o najnižoj dobi za zapošljavanje, Konvencija o ukidanju svih oblika diskriminacije žena, Konvencija o pravima djeteta, Konvencija o pravima osoba s invaliditetom i brojne druge. Što se tiče načina razmišljanja da je čovjek na prvom mjestu, najviše govori o tome da se jednom godišnje provode anonimna ispitivanja zadovoljstva radnika, Uprava je svjesna da je zadovoljan radnik ključna karika do zadovoljnog gosta te se svaki način i oblik diskriminacije strogo zabranjuje. Također, Uprava je svjesna kako je dodatno osposobljavanje i usavršavanje ključan faktor za održavanje i unaprjeđenje kvalitete usluga. Obrazovanje i razvijanje poduzetnika jedna su od ključnih važnosti u razvijanju poslovnog pothvata i poduzetničkog djelovanja jer ono omogućava spajanje eksperimentalnog učenja, razvijanja vještina i ono najvažnije, promjena u načinu razmišljanja pojedinaca.⁶⁰

Politika zaštite zdravlja i sigurnosti na radu obvezuje Maistru za profesionalno i odgovorno praćenje i upravljanje svim aspektima vlastitih procesa i usluga, a sve u svrhu smanjivanja rizika na radnom mjestu. Izuzetno je bitno preventivno djelovanje te kontinuirano praćenje i poboljšavanje uvjeta na radnom mjestu, kako bi se stvorilo zdravo radno mjesto koje pridonosi zadovoljstvu zaposlenika te se tako povećava produktivnost, a time i konkurentnost same kompanije, a ono najvažnije je da se smanjuju rizici na radnom mjestu. Neka od postavljenih pravila su da se provode i poštuju međunarodni zakonski propisi te zakonski propisi Republike Hrvatske, da se uvodi nova tehnologija i ekološki prihvatljivi materijali, da se razvija prevencija kao način razmišljanja i sprječavanja rizika na radnom mjestu, da se kontinuirano ulaže u obrazovanje zaposlenika iz zaštite zdravlja te da se prate aktivnosti koje bi potencijalno mogle imati negativne posljedice po zdravlje zaposlenika ili gostiju te pravovremena reakcija kako bi došlo do preventive takvog ishoda.

⁶⁰ Mikić, M., Sopta, M. i Horvatinović, T. (2018.), The role of entrepreneurial education in the development of entrepreneurship, *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, 16(2), str. 385-395. <https://doi.org/10.7251/EMC1802385M>

Politika kvalitete se veže na ciljeve poslovanja, a jedan od temeljnih ciljeva Maistre je ostaviti utisak na nezaboravan boravak u smještajnim objektima Maistre te euforično čekati povratak starog ili dolazak novog gosta. Kako bi to postigli, način razmišljanja u Maistri je da je gost uvijek u pravu, svi su na usluzi gostu jer je gost centralna osoba na koju ide fokus, potrebno je razumjeti želje gosta te biti u stanju ispuniti iste i ponašati se s maksimalnim poštovanjem prema gostu. Mjerenje kvalitete proizvoda i usluga postiže se na klasičan način putem žalbi, reklamacija i primjedbi koje se rješavaju odmah na licu mjesta na zadovoljstvo gosta, putem zaposlenika ili na moderniji način putem internih i vanjskih audita te putem TrustYou portala koji je kvalitetan alat za uspoređivanje s konkurencijom. Politika kvalitete se ogleda i u optimiziranju svih troškova uz kontinuiran rast kvalitete gdje se potiče učinkovita interna komunikacija kako bi se poboljšala kvaliteta vlastitih radnji koja bi zadovoljavala sve pretpostavljene ili izrečene potrebe gosta.

Politika zajednice se ogleda u tome da je Maistra partner u svim kulturnim i društvenim događajima u Rovinju i Vrsaru pod organizacijom vladinih ili nevladinih organizacija te je sponzor dobrotvornih projekata u obliku vlastitih resursa, prostora i smještaja. Korištenje lokalnih i regionalnih proizvoda te edukacija i razvoj se mogu svrstati u glavni fokus Maistre, a sve u cilju jačanja odnosa s malim dobavljačima i proizvođačima koji će u budućnosti stvarati određeni broj zaposlenika te tako jačati gospodarstvo lokalne zajednice. Maistra je član svih lokalnih, regionalnih i nacionalnih turističkih organizacija te koristi svoj snažan utjecaj za poboljšanje gospodarske koristi i aktivnosti ponajviše u Istri, ali i u cijeloj Hrvatskoj. Kada je u pitanju nabava, Maistra koristi dobavljače iz lokalne i regionalne zajednice, aludirajući na okolicu Rovinja i Istru, koji ju opskrbljuju hranom i pićem te tako potiču gospodarski rast i razvoj lokalne zajednice. Maistrini menadžeri i stručnjaci su uključeni u razne razvojne programe u lokalnim školama te drže seminare, prezentacije i treninge za djecu u lokalnoj zajednici kako bi dobila novi uvid u poslovanje u turističkom sektoru te potencijalno došla raditi u Maistru s već nekim stečenim znanjem. Kada je u pitanju politika zajednice, svakako valja istaknuti Galeriju Adris i Zakladu Adris koje daju dodatnu vrijednost samoj lokalnoj zajednici. Zaklada Adris podupire studente i mlade znanstvenike, potiče na inovaciju te zajedno s Galerijom Adris potiče kvalitetu u znanstvenom i umjetničkom radu. Adris grupa d.d. izdvaja 1% svoje operativne dobiti za financiranje Zaklade Adris.

Politika zaštita prava djece se prije svega oslanja na međunarodne instrumente kao što su Konvencija o najnižoj dobi za zapošljavanje i Konvencija o zabrani i trenutnim djelovanjima za ukidanje najgorih oblika dječjeg rada. Maistra ima strogu politiku zabrane rada mlađima od 18 godina te tako onemogućava i ne podržava zaposlenje maloljetnicima. Eventualno ako taj rad ispunjava zakonske pretpostavke te da propisi isto dopuštaju. Najčešći primjer takvog rada bi bila obveza školske stručne prakse u stručnim zanimanjima vezanim uz turistički sektor.

Politika zaštite okoliša u Maistri ima jaki temelj iz razloga što se kod svih zaposlenika razvija svijest o stalnoj potrebi zaštite okoliša i to zbog poslovne politike koja potiče razvoj i suvremeno vođenje poslovnih procesa koje ima u cilju smanjiti štetni utjecaj na okoliš na najmanju moguću mjeru. Sve je jače prisutan trend ekološke osviještenosti među ugostiteljima, s naglaskom na hotelijere, kao i društvene angažiranosti i održivog razvoja.⁶¹ Maistrin temelj poslovne politike je zadovoljstvo kupaca, dok je jedna od glavnih poslovnih strategija upravljanje okolišem i to na način da se profesionalno i odgovorno prati i upravlja u svim aspektima procesa i usluga. Također, kako bi zadovoljiva standarde zaštite okoliša, Maistra si je uvela pravila poput racionalnog korištenja resursa poput električne energije, plina, lož ulja i vode. Neka od pravila su i nadziranje proizvedenog otpada, uvođenje novih ekološki prihvatljivih materijala, praćenje procesa čije djelovanje potencijalno može imati negativne posljedice na okoliš te pravovremena reakcija, održavanje opreme te praćenje, provođenje i poštivanje međunarodnih zakonskih propisa i zakonskih propisa Republike Hrvatske. Maistra ima imenovan Tim za okoliš čija je dužnost izvještavati direktora o provođenju Politike zaštite okoliša te ga savjetovati kako unaprijediti istu. Konkretni Maistrini ciljevi za zaštitu okoliša su pročišćavanje otpadnih voda prije ispuštanja u more, zaštita vode i tla od zagađenja, održavanje kvalitete kuhinjskih otpadnih voda, ispuštanje otpadnih voda u javni sustav odvodnje te održavanje istog sustava, održavanje kvalitete vode u bazenima za kupanje, smanjenje potrošnje svih energenata, pravilno prikupljanje i zbrinjavanje svih vrsta otpada, kontinuirana edukacija i osvještavanje važnosti zaštite okoliša te se nabavljaju rashladni uređaji prihvatljivi za okoliš. Gosti se također potiču da racionalno koriste struju i vodu te da pravilno selektiraju i zbrinjavaju otpad.

⁶¹ Čavlek, N., Bartoluci, M., Prebežac, D. i Kesar, O. (2011.), *Turizam – ekonomske osnove i organizacijski sustav*, Zagreb: Školska knjiga, str. 157.

5.3. Analiza uspješnosti poslovanja Maistra d. d. od 2016. do 2021. godine

U ovom potpoglavlju će se od financijskih pokazatelja istaknuti rentabilnost kapitala, rentabilnost imovine i ukupna rentabilnost dionice, a od nefinancijskih pokazatelja će se istaknuti uravnotežena karta ciljeva i potpuno upravljanje kvalitetom. Veća vrijednost ROA ukazuje na veću učinkovitost u korištenju imovine poduzeća dok veća vrijednost ROE sugerira na veću sposobnost stvaranja rezultata po jedinici uloženog kapitala, stoga su veće vrijednosti ova dva pokazatelja indikatori pozitivnih rezultata.⁶² Maistra d.d. je do 2020. godine kontinuirano bilježila uspješnost poslovanja gotovo po svim pokazateljima, dok nije došla krizna 2020. godina uzrokovana pandemijom COVID-19 koja je najviše pogodila turistički sektor i to na globalnim razinama, a ujedno tako je pogodila i Maistru koja bilježi do tada neviđene gubitke zbog zabrane kretanja stanovništva u većem dijelu godine. S obzirom na tu činjenicu, fokus će biti na rekordnu 2019. godinu, kriznu 2020. i 2021. godinu kao godinu oporavka, unatoč još uvijek strogim mjerama na početku kalendarske godine.

5.3.1. Financijski pokazatelji

Prema istraživačkom radu Ulaganja i izvoz u kontekstu konkurentnosti hrvatskih poduzeća⁶³, od dvadeset poduzeća s ostvarenim najvišim prihodima od izvoza u 2015. godini, Maistra d.d. se našla na visokom 7. mjestu s gotovo 81 milijun eura, odnosno oko 608 milijuna kuna, prihoda od prodaje što je rast od 14% u odnosu na prethodnu 2014. godinu. Također, Maistra d.d. se prema istom istraživanju našla na listi od najvećih 15 poduzeća po veličini kretanja materijalne imovine. Maistra d.d. je od 2014. godine rapidno rasla te svakako valja istaknuti kako je to najinternacionaliziranije poduzeće Adris grupe i to s do 95% izvoznih proizvoda te prvenstveno usluga. Ukupni prihodi od prodaje roba i usluga su 2016. iznosili 980 milijuna kuna, 2017. 1,09 milijardu kuna, 2018. 1,18 milijardu kuna, 2019. 1,26 milijardu kuna, 2020. godine 510 milijuna kuna te su 2021. godine iznosili 1,14

⁶² Periša, A., Kurnoga, N., Sopta, M. (2017.), Multivariate Analysis of Profitability Indicators for Selected Companies of Croatian Market, *UTMS Journal of Economics*, 8(3), str. 231-242.

⁶³ Bašić, M., Ferko, M. i Sopta Ćorić, M. (2021.), Ulaganja i izvoz u kontekstu konkurentnosti hrvatskih poduzeća, *Notitia -časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme*, 7(1), 75-87. <https://doi:10.32676/n.7.1.6>

milijardi kuna. Iz prethodnih podataka, vidljivo je kako je 2020. godina bila pogubna za Maistru, ali i cijeli turistički sektor općenito.

Unatoč kriznoj godini, Maistra je i 2020. godine nastavila s kapitalnim ulaganjima te je uloženo 188 milijuna kuna, od čega je najviše alocirano na kampove Kovesarda i Amarin. Investicije su smanjene za 50% od planiranih, upravo iz razloga očuvanja likvidnosti. Otkazani su ili odgođeni svi nepotrebni radovi na izgradnji i preuređenju hotela, troškovi su se kontrolirali na dnevnoj bazi i odobravali su se samo nužni za održavanje poslovanja, regulirana je otvorenost objekata zbog niskih prihoda, smanjile su se plaće menadžmentu i korigirale su se plaće općenito po angažmanu zaposlenika te se iskoristila mogućnost moratorija na tadašnju kreditnu liniju. U kriznoj 2020. godini, Maistra je uspjela ostvariti dostatnu razinu operativne likvidnosti u svrhu redovnog poslovanja jer je EBITDA iznosila 117 milijuna kuna što je rezultat operativne efikasnosti, brze prilagodbe, pravovremenog otvaranja objekata te učinkovitog upravljanja troškovima. Ukupno gledajući, grupa Maistra je u 2020. godini ostvarila 679 tisuća zauzetih jedinica ili 45% zauzetih jedinica u odnosu na pretpandemiju 2019. godinu. Najveća otpornost u kriznim vremenima je ostvarena u kampovima i u premium hotelima s vrhunskom kvalitetom proizvoda i usluga. Maistra je ukupno u 2020. godini ostvarila 615 milijuna kuna poslovnih prihoda, u što se ubrajaju i potpore Vlade Republike Hrvatske za očuvanje radnih mjesta, što je 47% ostvarenih ukupnih prihoda u 2019. godini. Kada su u pitanju rashodi, ostvareno je 741 milijun kuna poslovnih rashoda, što je 31% manje u odnosu na 2019. godinu. Neto gubitak grupe Maistra iznosi 127 milijuna kuna.

Turizam na globalnoj razini 2021. godine je samo na 28% od rekordne 2019. godine. Europa je imala najbrži oporavak u 2021. godini, ali i dalje na 63% od pretpandemijske 2019. godine. Republika Hrvatska je, zahvaljujući povoljnijoj epidemiološkoj situaciji, ostvarila znatno bolje rezultate od mediteranske konkurencije. Maistra d.d. je u 2021. godini ostvarila 1,29 milijuna zauzetih jedinica što je gotovo dvostruko više u odnosu na kriznu 2020. godinu, ali i dalje 15% manje iskorištenosti u odnosu na pretkriznu 2019. godinu. Istarski dio turizma je ostvario 86% prodaje u odnosu na 2019. godinu, a dubrovački i zagrebački dio turizma oba po 42% prodaje. Najbolji rezultat je ostvario istarski luksuzni segment s 95% prodanih jedinica u odnosu na 2019. godinu, a kada se u izračun uzme samo glavna sezona, odnosno prodane jedinice od lipnja do rujna 2021. godine, luksuzni segment je

ostvario rast od 13% u odnosu na glavnu sezonu u 2019. godini što opravdava strategiju ulaganja u objekte s vrhunskom kvalitetom usluga i proizvoda. Rast prosječne cijene u odnosu na 2019. godinu je 6%, a u odnosu na 2020. godinu 16%. Svi ti pokazatelji, rezultat su uspješnog poslovanja i brzog oporavka te je grupa Maistra ostvarila 1,23 milijarde kuna poslovnih prihoda, u koje su uključene i državne potpore za očuvanje radnih mjesta, što je 95% ostvarenog u odnosu na 2019. godinu te dvostruko više u odnosu na 2020. godinu. Konsolidirana dobit prije kamata, poreza i amortizacije, skraćeno EBITDA, je za 2021. godinu iznosila 474 milijuna kuna što je za 3% više u odnosu na 2019. godinu, a sve zahvaljujući tada već iskusnim poslovanjem u kriznim vremenima jer je dobar dio 2021. godine bio pod još uvijek strogim mjerama zbog pandemije COVID-19. Neto dobit grupe Maistra za 2021. godinu je iznosila 168 milijuna kuna, od čega je Grand Hotel Imperial d.d. ostvario neto gubitak u iznosu od 2 milijuna kuna, a Maistra d.d. na krilima istarskog turizma je ostvarila neto dobit u iznosu od 170 milijuna kuna.

5.3.1.1. Rentabilnost kapitala

Rentabilnost kapitala (engl. ROE – return on equity) ili stopa povrata kapitala jedan je od najznačajnijih financijskih pokazatelja. ROE nam pokazuje koliko novčanih jedinica neto dobiti ostvaruje poduzeće na jednu jedinicu vlastitog kapitala, odnosno, pokazuje nam kolika je profitabilnost vlasničke glavnice. Vrijednost ROE se u pravilu između 10% i 20% smatra prihvatljivom razinom profitabilnosti, što je i slučaj u Maistri zadnjih 6 godina, osim u kriznoj 2020. godini kada su se sve kompanije u turističkom sektoru, gledajući na globalnoj razini, suočile s do tada neviđenom krizom koju je uzrokovala pandemija COVID-19. Dionički kapital Maistre d.d. iznosi 1.277.986 tisuća kuna, što je skoro 1,3 milijarde kuna, a prihodi od prodaje Grupe za 2021. godinu su bili 1.142.163 tisuće kuna, što je zaokruženo 1,1 milijardu kuna, dok je neto dobit Grupe u 2021. godini bila oko 168 milijuna kuna. U kriznoj 2020. godini, prihodi od prodaje Grupe su iznosili 510 milijuna kuna, a neto gubitak Grupe je iznosio 125 milijuna kuna. Grupi Maistra čine društva Maistra d.d. sa sjedištem u Rovinju i Grand Hotel Imperial d.d. sa sjedištem u Dubrovniku. Prihodi od prodaje Grand Hotela Imperial d.d. u 2021. godini su iznosili 40 milijuna kuna, tako da nema značajne razlike između Grupe i Društva, odnosno Maistre d.d.

$$\text{Stopa povrata glavnice (kapitala)} = \frac{\text{neto dobit}}{\text{glavnica (vlastiti kapital)}} \quad (13)$$

Tablica 2. Rentabilnost kapitala Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.

| Godina | ROE (Grupa Maistra) | ROE (Maistra d.d.) |
|--------|---------------------|--------------------|
| 2016. | 0,1218 | 0,1121 |
| 2017. | 0,1269 | 0,1176 |
| 2018. | 0,2254 | 0,2213 |
| 2019. | 0,1249 | 0,1168 |
| 2020. | (0,0972) | (0,0873) |
| 2021. | 0,1316 | 0,1335 |

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

5.3.1.2. Rentabilnost imovine

Rentabilnost imovine (engl. ROA – return on assets) je indikator uspješnosti korištenja imovine u stvaranju dobiti. Rentabilnost imovine se odnosi na neto dobit ili dobit nakon oporezivanja koju poduzeće generira iz jedne novčane jedinice imovine. Rentabilnost imovine, odnosno stopa povrata imovine jako varira s obzirom na djelatnost samog poduzeća. ROA nam govori o tome kolika je intenzivnost imovine, tako da što je niža neto dobit po jednoj novčanoj jedinici imovine, viši je stupanj intenzivnosti imovine, a veća intenzivnost zahtijeva više kapitalnih ulaganja kako bi se ostvarila dobit poduzeća. Zdravo poduzeće ima ROA pokazatelj između 1% i 2%. Što se tiče Maistre, ROA je uvjerljivo viši od 2% što ukazuje na visoku profitabilnost samog poduzeća, osim u kriznoj 2020. godini.

$$\text{Stopa povrata imovine} = \frac{\text{dobit nakon oporezivanja}}{\text{ukupna imovina}} \quad (14)$$

$$\text{Stopa povrata imovine} = \text{neto marža profita} \times \text{koeficijent obrtaja ukupne imovine} \quad (15)$$

Tablica 3. Rentabilnost imovine Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.

| Godina | ROA (Grupa Maistra) | ROA (Maistra d.d.) |
|--------|---------------------|--------------------|
| 2016. | 0,0533 | 0,0506 |
| 2017. | 0,0550 | 0,0524 |
| 2018. | 0,0847 | 0,0869 |
| 2019. | 0,049 | 0,0435 |
| 2020. | (0,0356) | (0,0331) |
| 2021. | 0,0466 | 0,0487 |

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

5.3.1.3. Ukupna rentabilnost dionice

Najznačajniji pokazatelji investiranja su pokazatelji ukupne rentabilnosti dionice (engl. P/E - price earnings ratio) i dividendne rentabilnosti dionice. Ukupna rentabilnost dionice stavlja u omjer dobit po dionici i tržišnu cijenu dionice, s naglaskom da vlastiti kapital nije iskazan u knjigovodstvenoj, već po tržišnoj vrijednosti. Maistra u zadnjih šest godina ima prosječnu ukupnu rentabilnost dionica 4,19%, što je na zavidnoj razini u sektoru turizma s obzirom na kriznu 2020. godinu te time Maistra ostavlja utisak kompanije u kojoj se isplati posjedovati vrijednosne papire, točnije dionice.

$$\text{Ukupna rentabilnost dionice} = \frac{\text{dobit po dionici}}{\text{tržišna cijena dionice}} \quad (16)$$

Tablica 4. Ukupna rentabilnost dionice Grupe Maistra i Maistre d.d. (2017. – 2021.)

| Godina (na dan 31.12.) | P/E (Grupa Maistra) | P/E (Maistra d.d.) |
|------------------------|---------------------|--------------------|
| 2016. | 0,0513 | 0,0472 |
| 2017. | 0,0527 | 0,0489 |
| 2018. | 0,0877 | 0,0861 |
| 2019. | 0,0491 | 0,0459 |
| 2020. | (0,0408) | (0,0367) |
| 2021. | 0,0511 | 0,0518 |

Izvor: izračun autora prema financijskim izvještajima Maistre d.d.

5.3.2. Nefinancijski pokazatelji

Financijski pokazatelji su kvantitativna mjerila u godišnjim financijskim izvještajima te se pomoću njih može analizirati uspješnost poslovanja samog poduzeća. Uz financijske pokazatelje, svakako treba obratiti pažnju na nefinancijske pokazatelje koji se u pravilu mogu pronaći u bilješkama godišnjih financijskih izvještaja. Jedni od ključni nefinancijskih pokazatelja su društveno odgovorno poslovanje, aktivnosti provođene u svrhu zaštite okoliša, planovi poduzeća za budućnost poslovanja, Total Quality Management, Uravnotežena karta ciljeva, sigurnost zaposlenih, potpuno izbjegavanje nezgoda na radu, koeficijent izgubljenog radnog vremena, stopa odsutnosti radnika, stopa izgubljenih radnih dana i slične informacije od velike važnosti za samo poslovanje poduzeća i okolinu u kojoj posluje.

5.3.2.1. TQM – Potpuno upravljanje kvalitetom

Total Quality Management (TQM) ili Potpuno upravljanje kvalitetom, rezultat je suvremenog shvaćanja kvalitete i kontrole kvalitete te načelo kvalitete kojim su prožeta sva područja poduzeća i svi poslovni procesi.⁶⁴ Filozofija Potpunog upravljanja kvalitetom je kontinuirano poboljšanje kvalitete te je zadovoljstvo kupaca i unaprjeđenje kvalitete na prvom mjestu. Koncept TQM-a, osmislio je Armand Vallin Feigenbaum, a William Edwards Deming se smatra glavnim praktičarem ili guruom Potpunog upravljanja kvalitetom. Deming je u četrdesetim godinama prošlog stoljeća dokučio da je povoljniji interni razvoj kvalitete jer su više koštali vanjski troškovi kvalitete. Izumitelj je brojnih jednostavnih statističkih alata za kontrolu kvalitete. Za vrijeme Drugog svjetskog rata, angažiran je od strane američke Vlade kako bi proveo nacionalni program poboljšanja kvalitete te je u sklopu istoga održavao treninge za inženjere gdje je obučavao njih 10.000 o statističkim alatima. Krajnji rezultat je bio da inženjeri nisu imali dovoljne ovlasti za uvesti promjene u poduzeću za koje menadžment nije imao sluha. U drugu ruku, Demingov potencijal je naišao na simpatije Japanaca koji su vapili za načinom kako se ponovno uzdići na razinu svjetske sile zbog devastirane zemlje za vrijeme Drugog svjetskog rata. Deming je ostavio toliki utisak u Japanu da se jednom godišnje u Japanu po njemu dodjeljuje nagrada za kvalitetu te se smatra

⁶⁴ Osmanagić Bedenik, N. (2007.), *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Zagreb: Školska knjiga, str. 172.

začetnikom ili ocem kvalitete. Kada su Japanci plasirali kvalitetne Toyotine automobile koji su bili duplo povoljniji od američkih automobila, Amerikanci su počeli istraživati način rada Japanaca te je Toyota predstavljala popularnu filozofiju „Potpuno upravljanje kvalitetom“.

Potpuno upravljanje kvalitetom se može sažeti kao sustav upravljanja organizacijom usmjereno na kupca, a uključuje kontinuirano poboljšanje svih zaposlenika. TQM koristi strategiju, podatke i učinkovitu komunikaciju kako bi se disciplina kvalitete integrirala u kulturu i aktivnosti organizacije ili poduzeća. Postoji osam principa Potpunim upravljanjem kvalitetom:

1. Princip fokusa na kupca – kupac je taj koji određuje razinu kvalitete. Što god organizacija poduzela kako bi poboljšala kvalitetu, od obučavanja zaposlenika pa do nadogradnje računala, kupac je taj koji određuje jesu li se naponi isplatili. Maistra d.d. zadovoljava princip fokusa na kupca jer i sama ga stavlja u središte te su kupčeve povratne informacije od izuzetne važnosti za samo poduzeće.
2. Potpuna uključenost zaposlenika – svi zaposlenici sudjeluju u radu prema zajedničkim ciljevima. Nastoji se postići potpuna predanost zaposlenika tako da se makne strah s radnog mjesta i dođe do odgovarajućeg radnog okruženja. Samoupravljeni radni timovi su jedan od oblika osnaživanja. Maistra d.d. dijeli sve informacije među svojim zaposlenicima tako da svi zaposlenici budu u toku s politikama poslovanja i uspješnosti provođenja istih.
3. Princip fokusa na proces – temeljni dio TQM-a je fokus na procesno razmišljanje. Proces je niz koraka koji uzima ulazne podatke od dobavljača i pretvara ih u izlazne koji se isporučuju kupcima. Koraci potrebni za izvođenje procesa su definirani, a mjere izvedbe se kontinuirano prate kako bi se otkrile neočekivane varijacije. Kako se Maistra d.d. bavi turizmom i ponajviše uslužnom djelatnošću, prati se proces od kupčeve rezervacije pa do odlaska kupca iz smještaja te njegova osvrta na iskustvo u Maistrinom objektu.
4. Integrirani sustav – mikroprocesori se zbrajaju u veće procese te svatko mora razumjeti misiju, viziju i vodeća načela, kao i politike kvalitete, ciljeve i kritične procese organizacije. Poslovna uspješnost mora se pratiti i kontinuirano komunicirati. Integrirani poslovni sustav može se modelirati prema kriterijima Baldrige nagrade i/ili uključiti standarde ISO 9000. Svaka organizacija ima jedinstvenu radnu kulturu i gotovo je nemoguće postići izvrsnost u njezinim

proizvodima i uslugama osim ako se ne potiče kultura dobre kvalitete. Dakle, integrirani sustav povezuje elemente poboljšanja poslovanja u pokušaju kontinuiranog poboljšanja i nadmašivanja očekivanja kupaca, zaposlenika i drugih dionika. Maistra d.d. prilikom zapošljavanja provodi strogu selekciju uključujući psihotestove, testove inteligencije i dubinske intervjuje. Važno je istaknuti kako su hoteli važni poslodavci koji osiguravaju tisuće radnih mjesta.⁶⁵ Na kraju 2021. godine društva Maistra d.d. i Grand hotel Imperial d.d. su imala 1.674 zaposlenika, od čega 1.578 u Maistri d.d. Mentorstvo je prisutno kod pripravnika te je razvijen sustav edukacije za sve zaposlenike. Maistra je svjesna da su kvalitetni zaposlenici ključ uspjeha za zadovoljavanje želja korisnika. Kultura vrhunske kvalitete je temelj Maistrina poslovanja.

5. Strateški i sustavni pristup – kritični dio upravljanja kvalitetom je strateški i sustavni pristup postizanju vizije, misije i ciljeva organizacije. Ovaj proces, nazvan strateško planiranje ili strateško upravljanje, uključuje formulaciju strateškog plana koji integrira kvalitetu kao temeljnu komponentu. Upravo iz tog razloga, Maistra ima jasno razvijenu politiku tvrtke koja stavlja kvalitetu poslovanja i kupca u samo središte.
6. Kontinuirano poboljšanje – veliki aspekt TQM-a je kontinuirano poboljšanje procesa. Kontinuirano poboljšanje tjera organizaciju da bude i analitička i kreativna u pronalaženju načina da postane konkurentnija i učinkovitija u ispunjavanju očekivanja dionika. Zato Maistra uvijek želi više i bolje te uvijek gleda kako dodatno unaprijediti poslovanje na zadovoljstvo kupaca, zaposlenika, dobavljača, lokalne zajednice i svih ostalih dionika poslovanja.
7. Donošenje odluka temeljeno na činjenicama – kako bi se znalo koliko dobro organizacija radi, potrebni su podaci o mjerama uspješnosti. Potpuno upravljanje kvalitetom zahtijeva da organizacija kontinuirano prikuplja i analizira podatke kako bi se poboljšala točnost donošenja odluka, postigao konsenzus i omogućilo predviđanje na temelju prošlosti. Maistra ima kontinuiran rast, izuzev krizne 2020. godine, čemu svjedoče revidirana godišnja financijska izvješća. Također, primjer kontinuiranog prikupljanja i analiziranja podataka je vidljiv u Maistrinim godišnjim

⁶⁵ Medlik, S. i Ingram, H. (2002.), *Hotelsko poslovanje*, Zagreb: Golden marketing, str. 20.

financijskim izvješćima, a pogotovo u 2020. godini kada su se svakodnevno gledali troškovi i poslovanje u kriznim uvjetima.

8. Komunikacija – u vrijeme organizacijskih promjena, kao i dio svakodnevnog rada, učinkovita komunikacija igra veliku ulogu u održavanju morala i motiviranju zaposlenika na svim razinama. Komunikacija uključuje strategije, metode i pravovremenost. Upravo iz tog razloga, Maistra ima izvrsnu protočnost informacija između zaposlenika te se stvara obiteljsko ozračje unutar same organizacije.

5.3.2.2. BSC – Uravnotežena karta ciljeva

Balanced scorecard (BSC) ili Uravnotežena karta ciljeva je komunikacijski alat, sustav mjerenja i sustav strateškog upravljanja. BSC je instrument za poslovni uspjeh te prevodi viziju, misiju i strategiju poduzeća u pregledan sustav za mjerenje učinaka. BSC nije nov sustav pokazatelja koji integrira i nefinancijske pokazatelje, već je to sustav upravljanja koji oblikuje cjeloviti proces planiranja, upravljanja i kontrole. BSC naglašava financijske ciljeve, no usto sadržava i uzroke učinaka tih financijskih ciljeva; njime se mjeri učinak poduzeća iz četiri uravnotežene perspektive: financijske perspektive, perspektive kupaca, interne perspektive te inovativne perspektive. Kaplanovo akademsko savjetovanje, uz Nortonovo praktično iskustvo te sudjelovanje više poduzeća dovelo je 1990. godine do oblikovanja modela mjerenja ukupnih svojstava poduzeća, a nakon više objavljenih radova u Harvard Business Review objavljena je 1996. godine knjiga *The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action*. BSC je sinteza tradicionalnih financijskih pokazatelja i stvaranja konkurentskih prednosti. Dok financijska perspektiva zadržava interes na kratkotrajno orijentiranim učincima, nefinancijske perspektive naglašavaju uzročnike stvaranja vrijednosti za važne, dugotrajne učinke. Ciljevi i pokazatelji BSC-a nisu skup mjerila, već se izvode iz vizije, misije i strategije poduzeća ili strategijskog poslovnog polja.⁶⁶

⁶⁶ Osmanagić Bedenik, N. (2007.), *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Zagreb: Školska knjiga, str. 257-258.

Maistra ima lijepo zaokruženu priču sa sve četiri perspektive. Polazi od stručnih znanja suradnika što spada pod inovativnu perspektivu ili perspektivu učenja i razvoja, a obrazovani suradnici pridonose kvaliteti i protočnosti procesa što pripada internoj perspektivi. Kvalitetni i protočni procesi pridonose točnoj i kvalitetnoj isporuci što dovodi do vjernosti kupca, a isto pripada perspektivi kupaca te vjernost kupca dovodi do pozitivne rentabilnosti angažiranog kapitala (engl. ROCE - Return on capital employed) koja pripada financijskoj perspektivi.



Financijsko-ekonomska perspektiva ima strategije rasta, zrelosti i žetve. U strategiji rasta je najvažnije povećanje stope prometa i rezultata prodaje. Strategija zrelosti kao glavni cilj ima zadržati i nastojati povećati tržišni udio, a u strategiji žetve iskoristiti postojeće potencijale. Opći pokazatelji u financijskoj perspektivi su povrat ulaganja (engl. ROI - Return on investment) i ekonomska dodana vrijednost (engl. EVA – economic value-added). Financijska perspektiva predstavlja rezultat preostalih nefinancijskih perspektiva. Maistra zadovoljava pozitivan rezultat stope povrata ulaganja i ekonomske dodane vrijednosti.

Maistra svoja kapitalna ulaganja financira iz zadržane zarade ili pozajmice matice, odnosno Adris grupe d.d. te u srednjem roku zatvori svoje obveze od kapitalnih ulaganja. Stopa prometa i prodaje iz godine u godinu kontinuirano raste, izuzev u kriznoj 2020. godini. Također, Maistra izuzetno dobro iskorištava postojeće potencijale te kontinuirano povećava tržišni udio, a može smjestiti preko 35 tisuća gostiju dnevno, što je oko 4% turističkih noćenja u Republici Hrvatskoj.

Opći pokazatelji perspektive kupaca su zadovoljstvo kupaca, tržišni udjel kupaca, vjernost kupaca, očuvanje i pridobivanje novih kupaca te rentabilnost kupaca. Tržišni udjel se prikazuje kao broj kupaca, vjernost kupaca je mjera koja odražava trajne odnose, pridobivanje novih kupaca se prikazuje apsolutnim ili relativnim brojevima, zadovoljstvo kupaca se istražuje stupnjem zadovoljstva, a rentabilnost kupaca se mjeri kao neto dobitak nekog kupca. Poduzeće ima ciljni segment kupaca te su to za Maistru kupci visoke platežne moći koji si mogu priuštiti premiumizirane Maistrine objekte. Maistra ulaže velike napore kako bi čula korisnike njenih usluga putem reklamacija, primjedbi, žalbi i TrustYou portala, ali je svakako otvorena i za prijedloge suradnika, a sve u cilju ostavljanja vrhunskog dojma visoko personalizirane i gostoljubive usluge kako bi korisnici usluga imali želju vratiti se te kako bi isti preporučili Maistrine objekte kao savršeno mjesto za odmor. Zadovoljstvo kupca je Maistrin prioritet te ako nešto nije po volji kupca, odmah se reagira te se nastoji udovoljiti i najzahtjevnijim kupcima zato što se Maistra vodi politikom kako je gost uvijek u pravu.

Interna perspektiva za opće pokazatelje ima kvalitetu, troškove, vrijeme reakcije i uvođenje novih proizvoda. Preporučuje se definiranje potpunog lanca stvaranja vrijednosti, od inovacija pa preko poslovnih procesa, sve do servisa za kupce. Kako bi došlo do inovacije, potrebno je identificirati postojeće i buduće želje kupaca. Poslovni procesi obuhvaćaju ponudu već postojećih usluga i proizvoda postojećim kupcima, a servis za kupce je posljednji korak te obuhvaća jamstva, reklamacije, održavanje i slično. Perspektiva dobavljača je neizravno prisutna u internoj perspektivi. Politika Maistre prema dobavljačima je da isti moraju provoditi jednaku Politiku održivog razvoja kao i Maistra te moraju biti ekološki osviješteni. Maistra često uzima manje lokalne dobavljače provodeći tako politiku zajednice, jer će tako pomoći jačanju i razvitku malih lokalnih poduzeća koja će kasnije zapošljavati kvalitetne zaposlenike i provoditi održivu poslovnu praksu.

Opći pokazatelji u inovativnoj perspektivi ili perspektivi učenja i razvoja su zadovoljstvo suradnika i pristup informacijskim sustavima. BSC naglašava investiranje u budućnost, ali ne samo u istraživanje i razvoj te opremu, već i u ljude, procese i sustave. Suradnici su ključ uspjeha poduzeća. Zadovoljstvo suradnika se mjeri njihovim priznavanjem, suodlučivanjem, aktivnim poticanjem kreativnosti i općim zadovoljstvom. Vjernost suradnika se u pravilu mjeri stopom fluktuacije te se svaki neželjeni otkaz smatra gubitkom za poduzeće. Produktivnost suradnika se mjeri omjerom prinosa i broja djelatnika te omjerom prometa i brojem djelatnika. U inovativnoj perspektivi se polazi od stajališta kako zadovoljni suradnici dovode do zadovoljnih korisnika proizvoda i usluga. Maistra se može pohvaliti izuzetno kvalitetnim suradnicima, što je rezultat kontinuiranih adekvatnih edukacija. Također, Maistra je svjesna da dobar financijski rezultat proizlazi iz motiviranih, stručnih, zadovoljnih i vjernih suradnika. Upravo iz tog razloga je izvrsna protočnost informacija unutar samog poduzeća te se nagrađuje svaka inicijativa i kreativnost. Isto tako, svi suradnici imaju razvijenu ekološku svijest, odnosno stalnu potrebu zaštite okoliša, zbog Priručnika za zaposlenike u kojemu se između ostalog nalazi i kodeks ponašanja te je prezentirana mogućnost osobnog i profesionalnog razvoja. Maistra je također poznata po svojoj fleksibilnosti te nije zatrovana strogim birokratskim sustavom, čime se želi potaknuti kreativnost zaposlenika te prepoznati i ostvariti njihov puni potencijal.

6. ZAKLJUČAK

Adris grupa d.d. je osnovana 2003. godine na temeljima 132-godišnjeg poslovnog iskustva Tvornice duhana Rovinj, a Maistra d.d. je osnovana 2005. godine spajanjem društava Jadran-turist d.d. iz Rovinja i Anita d.d. iz Vrsara. Kada je u pitanju Maistra, svakako treba istaknuti predsjednika Uprave, Tomislava Popovića, koji je na čelu Maistre od početka 2011. godine. Također treba istaknuti najvećeg vizionara Adris grupe d.d., mr. sc. Antu Vlahovića te Marka Remenara koji je naslijedio Vlahovića te došao na čelo Adrisa na početku 2020. godine, koja će se vrlo ubrzo pokazati kao godina izazova zbog pandemije COVID-19. Izuzetno kvalitetne, promišljene i analizirane upravljačke odluke su ono što krase poslovanje Maistre d.d. i same matice, Adris grupe d.d., od samog osnivanja pa do danas. Ono što definitivno razlikuje Maistru, a i maticu Adris od konkurencije je upravo niska zaduženost uz više od 10 milijardi kuna ulaganja od 2005. do 2020. godine u turizam, zdravu hranu i osiguranje. Maistrina osnovna djelatnost je iznajmljivanje hotelskih soba i kampova te pružanje usluga hrane i pića te je u tu djelatnost do sada uloženo više od 6 milijardi kuna, što svrstava Maistru kao najvećeg investitora regije u turističkom sektoru. Maistra bazira svoje upravljačke odluke na kontinuirana kapitalna ulaganja kako bi postojećim objektima unaprijedila uslugu te premiumizirala svoj portfelj. Upravo su se premium hoteli vrhunske kvalitete i kampovi pokazali najotpornijima za vrijeme krizne 2020. godine te je Popović odlučio podići vrijednost Maistrinim kampovima u Rovinju i Vrsaru investirajući u iste, kako bi kampovima povećali broj zvjezdica s 3 na 4 te omogućili još kvalitetniju uslugu i ambijent. Opcija napuštanja projekta se nikada nije dogodila upravo zbog temeljitog analiziranja kapitalnih ulaganja, već se u kriznoj 2020. godini odlučilo na opciju odgode kapitalnih ulaganja kako bi se sačuvala likvidnost te su smanjene planirane investicije za 50% što je osiguralo likvidnost Maistri u nezapamćenoj krizi u turističkom sektoru. Unatoč opciji odgode, u 2020. godini je Maistra investirala 188 milijuna kuna, od čega najviše u kampove Kovesarda i Amarin. Sljedeći veliki kapitalni projekt u turističkom sektoru Adris grupe kao matice i njena ovisna društva Maistre je ulaganje u rekonstrukciju zagrebačkog hotela Panorama, više od 100 milijuna kuna kapitalnih ulaganja u podizanje kvalitete kampova te pripremanje investicija u hotele Westin u Zagrebu i Marjan u Splitu, čime se želi zaokružiti ponuda premium hotela s 5 zvjezdica u četiri najpoznatija turistička odredišta Republike Hrvatske, a to su Rovinj, Dubrovnik, Zagreb i Split. Tim potezom, Maistra se nameće kao vodeća turistička kompanija s bogatim luksuznim portfeljem u Hrvatskoj, a i šire. Plan Maistre je uložiti 1,2 milijarde kuna u naredne tri godine kako bi veći dio portfelja

bio na 4 i 5 zvjezdica. Svakako valja istaknuti kako je Maistra na kraju 2021. godine imala blizu 270 milijuna kuna u banci i zadržanu dobit u iznosu od skoro 700 milijuna kuna. Također, treba istaknuti snagu matice, odnosno Adris grupe d.d., koja je na kraju 2021. godine imala zadržanu dobit u iznosu skoro od 8,5 milijardi kuna. Maistra, kao i Croatia osiguranje d.d. i Cromaris d.d., najčešće uzimaju pozajmice od matice te tako ostvaruju povoljnije uvjete za financiranje svojih kapitalnih projekata. Gledajući financijske i nefinancijske pokazatelje Maistre, može se zaključiti kako Maistra d.d. posluje izuzetno dobro, kvalitetno i odgovorno te može poslužiti kao primjer ostalim poduzećima u turističkom sektoru. Svakako treba naglasiti kako izuzetno dobri rezultati ne bi bili mogući bez vrhunskog menadžmenta koji je uvijek u korak s vremenom, ima jasnu viziju te je sposoban prepoznati kvalitetu zaposlenika i napraviti ugodnu radnu atmosferu.

Adris grupa d.d. ima apsolutno sve potrebne preduvjete kako bi spojila sve tri strateške poslovne jedinice; turističku industriju, osiguravajuću industriju i industriju zdrave hrane, odnosno prehrambenu industriju. Zdravstveni turizam je tema o kojoj će se u budućnosti pričati sve više, a ponuda premiumizirane zdravstvene usluge neće ostaviti ravnodušne one najdubljeg džepa kada počnu osjećati tzv. zub vremena. Adris grupa d.d. zbog disperzije svog poslovanja i izborom najkvalitetnijih kadrova ljudi u svojim ovisnim poduzećima, posjeduje potrebni know-how kako bi se zaokružila cijela priča oko pružanja vrhunske usluge u zdravstvenom turizmu. Abilia d.o.o. je poduzeće u 100% vlasništvu Adris grupe d.d. te posjeduje potrebni know-how u vođenju investicijskih projekata, prije svega u izgradnji i održavanju. Maistra d.d. ima potreban know-how u pružanju premiumizirane usluge u svojim smještajnim objektima, Croatia osiguranje d.d. posjeduje know-how zbog Croatia poliklinike i osiguravajućim uslugama, a Cromaris d.d. proizvodi vrhunsku ribu i riblje proizvode kontrolirane kvalitete. Također, ono što ide na ruku Adrisa u potencijalnom segmentu zdravstvenog turizma je odlična prometna povezanost u Hrvatskoj, cestovnim i zračnim prometom prije svega. Zdravstveni turizam u Republici Hrvatskoj ima veliki potencijal zbog članstva u Europskoj uniji, u skorijem razdoblju i zbog članstva Schengenskog prostora te zbog veće platežne moći u zemljama zapadne, središnje i sjeverne Europske unije. Upravo iz svih navedenih razloga, Adris grupa d.d. ima mogućnost proširiti svoju turističku ponudu s uslugom zdravstvenog turizma koja bi u najvećem dijelu bila internacionalizirana te bi tako mogla povećati profitabilnost same Maistre, ali i Grupacije prije svega.

LITERATURA

1. Adris grupa d.d. (2022.), Adris nekad i danas na dan: 20.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.adris.hr/o-nama/adris-nekad-i-danas/>
2. Akerlof, G. A. (1970.), The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
3. Bagwell, K. i Riordan, M. K. (1991.), High and Declining Prices Signal Product Quality, *The American Economic Review*, 81(1), 224-239.
4. Baye, M. i Prince, J. (2013.), *Managerial Economics and Business Strategy*, 9. izdanje, New York, NY: McGraw Hill
5. Belak, V. (2014.), *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling [EV/EBITDA]*. Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge
6. Bašić, M., Ferko, M. i Sopta Ćorić, M. (2021.), Ulaganja i izvoz u kontekstu konkurentnosti hrvatskih poduzeća, *Notitia -časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme*, 7(1), 75-87. <https://doi:10.32676/n.7.1.6>
7. Carroll, A. B. (1979.), A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance, *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>
8. Čavlek, N., Bartoluci, M., Prebežac, D. i Kesar, O. (2011.), *Turizam – ekonomske osnove i organizacijski sustav*, Zagreb: Školska knjiga
9. Državni zavod za statistiku (2022.), Podaci o turizmu na dan: 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/turizam/>
10. Fama, F. F. (1980.), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
11. Hrvatska narodna banka (2022.), Statistika glavnih makroekonomskih indikatora na dan 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>
12. HUU (2021.), Tržište osiguranja u Republici Hrvatskoj 2020 [e-publikacija], preuzeto s https://huo.hr/upload_data/site_files/godisnje_izvjesce_2020.pdf
13. Maistra (b. d.), Politika tvrtke, preuzeto 02. svibnja 2022. s <https://www.maistra.com/hr>

14. McGuigan, J. R. i Moyer, R. C. (1993.), *Managerial Economics*, 6. izdanje, Eagan, MN: West Publishing Company
15. Medlik, S. i Ingram, H. (2002.), *Hotelsko poslovanje*, Zagreb: Golden marketing
16. Milgrom, P. i Roberts, J. (1986.), Price and Advertising Signals of Product Quality, *Journal of Political Economy*, 94(4), 796-821. <https://doi.org/10.1086/261408>
17. Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja (2022.), Turistički sektor na dan: 08.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://investcroatia.gov.hr/turizam/>
18. Ministarstvo poljoprivrede (2022.), Ribarstvo: 11.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://poljoprivreda.gov.hr/vijesti/odgovor-zastupnici-nemet-hrvatskim-ribarima-na-raspolaganju-105-mln-kn-iz-drzavnog-proracuna/5348>
19. Mikić, M., Sopta, M. i Horvatinović, T. (2018.), The role of entrepreneurial education in the development of entrepreneurship, *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, 16(2), str. 385-395. <https://doi.org/10.7251/EMC1802385M>
20. Nelson, P. (1974.), Advertising as information, *Journal of Political Economy*, 82(4), 729-754. <https://doi.org/10.1086/260231>
21. Orsag, S. (1997.), *Financiranje emisijom vrijednosnih papira*, Zagreb: RIFIN, str. 227.
22. Orsag, S. (2015.), *Investicijska analiza*, Zagreb: Avantis i HUFA
23. Orsag, S. (2011.), *Vrijednosni papiri, Investicije i instrumenti financiranja*, Sarajevo: Revicon
24. Orsag, S., Gulin, D. (1996.), *Poslovne kombinacije*, Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 337.
25. Osmanagić Bedenik, N. (2007.), *Kontroling – abeceda poslovnog uspjeha*, Zagreb: Školska knjiga
26. Osmanagić Bedenik, N. (1993.), *Potencijali poduzeća*, Zagreb: Alinea
27. Palić, P. (2021.), Hrana i piće [e-publikacija], preuzeto s https://www.eizg.hr/userdocsimages/publikacije/serijske-publikacije/sektorske-analize/SA_hrana_svibanj_2021.pdf
28. Periša, A., Kurnoga, N. i Sopta, M. (2017.), Multivariate Analysis of Profitability Indicators for Selected Companies of Croatian Market, *UTMS Journal of Economics*, 8(3), str. 231-242.
29. Png, I. i Lehman, D. (2007.), *Managerial Economics*, 3. izdanje, Hoboken, NJ: Blackwell Publishing

30. Pušar Banović, D. (2009., listopad), Metoda vrednovanja upravljačkih opcija (real option) pri ocjeni i planiranju investicijskih projekata, *Računovodstvo, revizija i financije*, preuzeto s <https://www.rrif.hr/clanak-12160/>
31. Rupčić, N. (2016.), *Upravljačka ekonomika – teorija i praksa*, Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci
32. Salvatore, D. (1994.), *Ekonomija za menedžere u svjetskoj privredi*. Zagreb: Mate
33. Sikavica, P., Bebek, B., Skoko, H. i Tipurić, D. (1999.), *Poslovno odlučivanje*, 2. izdanje, Zagreb: Informator, str. 62–66.
34. Sopta, M., Mikić, M. i Horvatinović, T. (2019.), Dividend Policies and Business Groups: the Case of Croatia, *Zagreb International Review of Economics and Business*, 2019(22), str. 25-36. <https://doi.org/10.2478/zireb-2019-0003>
35. Sprčić Miloš, D. i Orešković Sulje, O. (2012). *Procjena vrijednosti poduzeća - vodič za primjenu u poslovnoj praksi*, Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu
36. Swiss Re Institute (2021.), World insurance: the recovery gains pace [e-publikacija], preuzeto s <https://www.swissre.com/dam/jcr:ca792993-80ce-49d7-9e4f-7e298e399815/swiss-re-institute-sigma-3-2021-en.pdf>
37. Škrtić, M., Mikić, M. (2011.), *Poduzetništvo*, Zagreb: Sinergija, str. 10.
38. Trigeorgis, L. (1995.), Real Options: An Overview, u: Trigeorgis, L. (ur.), *Real options in capital investment : models, strategies, and applications*, (str. 1-28.), Westport, CT: Praeger Publishers
39. Varga, M. (2016.), Dijelovi informacijskoga sustava, u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju* (str. 9-10.), Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb
40. Varga, M. (2016.), Sustav za upravljanje resursima (ERP), u: Varga M. i Strugar I. (ur.), *Informacijski sustavi u poslovanju* (str. 45-57.), Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet Zagreb
41. Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y. i Salvi, A. (2014.), *Corporate Finance: Theory and Practice*, 4. izdanje, West Sussex: John Wiley and Sons
42. Vujević K. i Strahinja R. (2009.), *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Sveučilište u Rijeci
43. Wilkinson, N. (2005.), *Managerial Economics: A Problem-Solving Approach*, Cambridge: Cambridge University Press

44. Zagrebačka burza (2022.), Adris grupa d. d. na dan 22.04.2022. [podatkovni dokument], preuzeto s <https://zse.hr/hr/papir/310?isin=HRADRSRA0007>
45. Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti, Narodne novine br. 85/15, 121/16, 99/18, 25/19, 98/19, 32/20, 42/20, 126/21 (2021.), <https://www.zakon.hr/z/151/Zakon-o-ugostiteljskoj-djelatnosti>

POPIS TABLICA

| | |
|---|----|
| <i>Tablica 1. Premija životnih i neživotnih osiguranja u RH 2018.-2020.</i> | 40 |
| <i>Tablica 2. Rentabilnost kapitala Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.</i> | 70 |
| <i>Tablica 3. Rentabilnost imovine Grupe Maistra i Maistre d.d. od 2016. do 2021.</i> | 71 |
| <i>Tablica 4. Ukupna rentabilnost dionice Grupe Maistra i Maistre d.d. (2017. – 2021.)</i> | 71 |

POPIS SLIKA

| | |
|--|----|
| <i>Slika 1. ABC analiza.....</i> | 14 |
| <i>Slika 2. Primjeri upravljačkih opcija</i> | 30 |
| <i>Slika 3. C-10 Ukupna proizvodnja prehrambenih proizvoda</i> | 36 |
| <i>Slika 4. C-10 Izvoz od ukupne proizvodnje prehrambenih proizvoda.....</i> | 36 |
| <i>Slika 5. Svjetsko tržište ribe.....</i> | 37 |
| <i>Slika 6. Ukupno zaračunata bruto premija od 2004. do 2020.</i> | 41 |
| <i>Slika 7. Izdaci i premija neživotnih osiguranja.....</i> | 41 |
| <i>Slika 8. Izdaci i premija životnih osiguranja.....</i> | 42 |
| <i>Slika 9. Premija po zaposleniku u osiguranju.....</i> | 43 |
| <i>Slika 10. Struktura ukupne premije osiguranja</i> | 43 |
| <i>Slika 11. Vlasnička struktura redovnih dionica Adris grupe d.d.....</i> | 52 |
| <i>Slika 12. Vlasnička struktura povlaštenih dionica Adris grupe d.d.</i> | 52 |
| <i>Slika 13. Udio vlasništva Adrisa u ovisnim društvima</i> | 53 |
| <i>Slika 14. Vlasnička struktura Maistre d.d.</i> | 62 |

ŽIVOTOPIS

Mihovil Mioković rođen je 23.06.1997. godine u Zagrebu. Pohađao je Opću gimnaziju u Sisku nakon koje 2016. godine upisuje Ekonomski fakultet u Zagrebu, studij Poslovna ekonomija. Nakon tri godine studija, opredjeljuje se za smjer Analiza i poslovno planiranje gdje nastavlja zadnje dvije godine studiranja. Za vrijeme studija, aktivno je sudjelovao u brojnim volonterskim projektima i nevladinim organizacijama. Bio je predsjednik Studentskog zbora Sveučilišta u Zagrebu.