

Model integriranog upravljanja rizicima na primjeru poduzeća Bihaćka pivovara d.d.

Ibrahimpaišić, Ajla

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:148:233929>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-08-11**



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

**MODEL INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA NA
PRIMJERU PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA D.D.**

Diplomski rad

Ajla Ibrahimpašić

Zagreb, rujan 2022.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet

Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij

Poslovna ekonomija – smjer Analiza i poslovno planiranje

**MODEL INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA NA
PRIMJERU PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA D.D.**

**INTEGRATED RISK MANAGEMENT – CASE OF BIHAĆKA
PIVOVARA D.D. COMPANY**

Diplomski rad

Student: Ajla Ibrahimpašić

JMBAG studenta: 0067553512

Mentorica: Prof. dr. sc. Danijela Miloš Sprčić

Zagreb, rujan 2022.

Sažetak

Današnja poduzeća posluju u uvjetima kompleksnosti i neizvjesnosti zbog čega se sve više jača svijest o važnosti upravljanja rizicima. Najveći razlog za implementiranje integriranog upravljanja rizicima bila je financijska kriza, a sama potvrda o važnosti upravljanja rizicima je i trenutna gospodarska kriza uslijed COVID-19 pandemije. Proces integriranog upravljanja rizicima kao holistički pristup je pristup kojim se procjenjuju rizici na svim razinama poduzeća sa svrhom minimiziranja potencijalnih negativnih učinaka na poslovanje poduzeća. Cilj ovog diplomskog rada je analizirati industriju u kojoj poduzeće posluje, vanjsko i unutarnje okruženje poduzeća, te konkurentsko pozicioniranje poduzeća. Identificiranje i kvantificiranjem rizika odredit će se rizici koji će najznačajnije utjecati na poslovanje poduzeća te će se prikazati implementacija integriranog upravljanja rizicima na primjeru poslovanja Bihačke pivovare. Analizom su se utvrdili razni rizici u poslovanju kojim je Bihačka pivovara do sada mogla upravljati. S obzirom na veliku vjerojatnost povećanja broja, kao i značajnosti rizika, dan je prijedlog strategija za dalje upravljanje rizicima.

Ključne riječi: upravljanje rizicima, integrirano upravljanje rizicima, poslovna analiza, financijska analiza, metoda rizičnih novčanih tokova, pivarska industrija, Bihačka pivovara

Summary

Today's companies operate in conditions of complexity and uncertainty, which is why awareness of the importance of risk management is growing. The biggest reason for implementing integrated risk management was the financial crisis, while the confirmation of the importance of risk management is the current economic crisis due to the COVID-19 pandemic. The process of integrated risk management as a holistic approach is an approach that assesses risks at all levels of the company to minimize potential negative effects on the company's operations. This thesis aims to analyze the industry in which the company operates, the external and internal environment of the company, and the competitive positioning of the company. The identification and quantification of risks will determine the risks that will most significantly affect the company's operations. Furtherly, the implementation of integrated risk management in the example of the Bihać Brewery will be shown. The analysis identified various business risks that Bihać Brewery has been able to manage so far. Given the high probability of increasing the number, as well as the importance of risks, a strategy for further risk management was proposed.

Key words: risk management, integrated risk management, business analysis, financial analysis, Cah-flow-at-Risk, CFaR, brewing industry

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

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

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

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

(vlastoručni potpis studenta)

(mjesto i datum)

STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

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

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

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

(personal signature of the student)

(place and date)

Sadržaj

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka	2
1.3. Struktura rada	2
2. RIZIK I UPRAVLJANJE RIZICIMA	3
2.1. Pojam i definicija rizika.....	3
2.2. Integrirano upravljanje rizicima	6
2.3. Značajnost upotrebe primjene modela integriranog upravljanja rizicima u poduzeću.....	9
3. TEORIJSKI PRISTUP PROCESU INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA	12
3.1. Definiranje ciljeva organizacije.....	13
3.2. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća	13
3.3. Identifikacija, subjektivna procjena rizika i izrada mape rizika	21
3.4. Analiza, objektivna kvantifikacija i revidiranje mape rizika.....	23
3.4.1. Rizični novčani tok.....	26
3.5. Odluke o upravljanju rizicima	28
3.6. Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa.....	29
4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA d.d....	30
4.1. Općenito o poduzeću Bihaćka pivovara d.d.	30
4.2. Analiza vanjskog okruženja	31
4.2.1. PESTLE analiza.....	31
4.3. Analiza industrije	41
4.3.1. Analiza usporedbom poduzeća u strateškoj grupi	41
4.3.2. Porterov model pet sila.....	42

4.4.	Analiza poduzeća	48
4.4.1.	Analiza proizvodnog asortimana	48
4.4.2.	Analiza lanca vrijednosti	48
4.4.3.	Analiza generičkih strategija	50
4.4.4.	Analiza resursa/kompetencija putem VRIO modela	51
4.4.5.	Analiza finansijskih izvještaja i izračun finansijskih pokazatelja	53
4.4.6.	SWOT analiza	64
4.5.	Izračun sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća Bihaćka pivovara	65
4.5.3.	Izrada <i>pro forma</i> finansijskih izvještaja	65
4.5.4.	Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala	71
4.5.5.	Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća	74
5.	PROCES INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA d.d.	78
5.4.	Identifikacija i kvantifikacija rizika poduzeća	78
5.5.	Izrada mape rizika	88
5.6.	Prijedlog strategije upravljanja rizicima	89
6.	ZAKLJUČAK	92
	Popis literature	93
	Popis slika	99
	Popis tablica	100
	Popis grafikona	102

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj rada

Današnja poduzeća posluju u iznimno kompleksnom i dinamičnom okruženju u kojem su prisutni brojni rizici, stoga raste i značaj upravljanja rizicima. Te rizike potrebno je sagledavati kao moguću prijetnju, ali i kao potencijalnu priliku, ako se rizicima upravlja anticipativno. Kako bi se što efikasnije i efektivnije upravljalo rizicima potrebno je implementirati integrirano upravljanje rizicima, odnosno strategiju upravljanja rizicima potrebno je implementirati u samu strategiju poduzeća. Kvalitetan sustav upravljanja rizicima osigurat će financijsku stabilnost i uspješnost poduzeća, ali i potencijalno stvoriti konkurentsku prednost poduzeća. Potrebu za kvalitetnim upravljanjem rizicima potvrdila je ekonomska kriza uzrokovana COVID-19 pandemijom s kojom se najlakše nose poduzeća koja već imaju implementiran sustav integriranog upravljanja rizicima.

Cilj ovog rada je analizirati industriju u kojoj poduzeće posluje, vanjsko i unutarnje okruženje poduzeća, te financijski položaj i konkurentsku prednost poduzeća. Potom će se identificirati i kvantificirati rizici te odrediti koji rizici će najznačajnije utjecati na poslovanje poduzeća kako bi se što kvalitetnije prikazala implementacija sustava integriranog upravljanja rizicima.

U ovom radu će se analizirati petogodišnji podaci, od 2015. godine do 2021. godine. Analiza će započeti od analize vanjskog okruženja PESTLE analizom kao i analize industrije pomoću Porterovog modela pet sila. Zatim, analiza unutarnjeg okruženja će se temeljiti na analizi financijskih izvještaja i konkurentskih strategija, te SWOT analizi. Identifikacija rizika će se raditi na osnovu navedene „top-down“ analize. Kako bi se što bolje odredila značajnost identificiranih rizika, u ovom radu će se primijeniti metoda diskontiranih novčanih tokova kojom će se utvrditi sadašnja vrijednost slobodnog novčanog toka poduzeću. Prvi korak u modelu diskontiranih novčanih tokova je simulacija kretanja budućih novčanih tokova poduzeća, odnosno izrada pro forma financijskih izvještaja, zatim određivanje ponderiranog prosječnog troška kapitala koji će služiti kao diskontna stopa. Nakon identifikacije i kvantifikacije rizika, slijedi izrada mape rizika na osnovu koje će se moći zaključiti koji rizici će značajnije utjecati na poslovanje poduzeća. Krajnji cilj ove analize jeste utvrditi strategiju upravljanja spomenutim rizicima, kao i važnost implementiranja procesa integriranog upravljanja rizicima u poduzeću Bihaćka pivovara d.d.

Stručni doprinos ovog rada je razumijevanje modela integriranog upravljanja rizicima, kao i važnost implementacije tog modela. Prikazivanjem primjene modela integriranog upravljanja rizicima na primjeru poslovanja Bihačke pivovare d.d. sagledavat će se prednosti tog modela i učinke koje on ima. Izabrano je poduzeće iz Bosne i Hercegovine zbog dva razloga, a to su teške posljedice koje je gospodarstvo Bosne i Hercegovine pretrpjelo uslijed COVID-19 pandemije i prakse koja je još uvijek nedovoljno upoznata s modelom integriranog upravljanja rizicima.

1.2. Izvori i metode prikupljanja podataka

Metode, tehnike i alati koji će se koristiti u ovom radu stečeni su na kolegijima Upravljanje rizicima, Poslovna analiza, Planiranje, Poslovna prognostika te Analiza i vrednovanje poduzeća. Za izradu rada koristit će se različiti sekundarni izvori kao što su stručne i znanstvene literature, publikacije, knjige, akademski članci i provedena istraživanja. Izvor podataka i informacija će predstavljati domaća i strana literatura. Prilikom analize u radu su korištene različite metode za obradu podataka poput metode analize, sinteze, deskripcije, komparacije, indukcije, dedukcije i klasifikacije.

1.3. Struktura rada

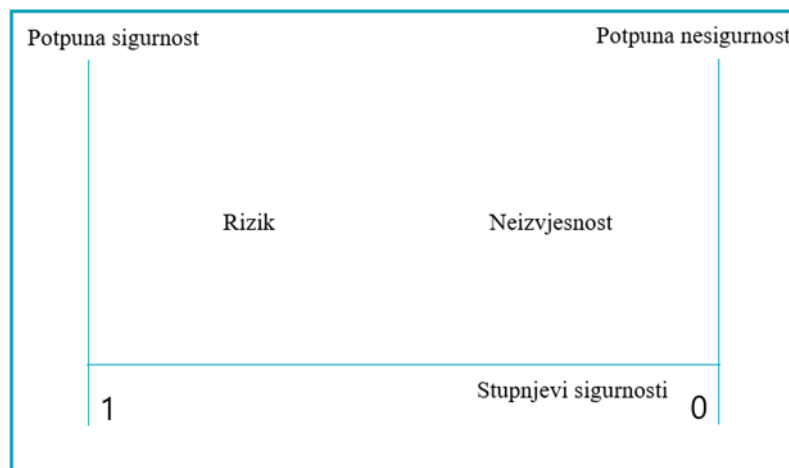
Rad je podijeljen na šest poglavlja koje prikazuju teorijski i praktični primjer integriranog upravljanja rizicima. U uvodnom dijelu prikazani su predmet i cilj rada, metodologija istraživanja izvora podataka i struktura rada. Drugo poglavlje odnosi se na pojam rizika, koncept integriranog upravljanja rizicima, te značajnost i prednost implementiranja istog. Treće poglavlje definiše proces upravljanja rizicima prema modelu integriranog upravljanja rizicima. U četvrtom poglavlju analizira se industrija u kojoj poduzeće posluje, vanjsko i unutarnje okruženje poduzeća kako bi se ostvario što bolji temelj za identifikaciju rizika. U analizi okruženja i poslovanja poduzeća, prateći korake „top-down“ analize, koriste se sljedeći model: PESTLE analiza, Porterov model pet sila, generičke poslovne strategije, VRIO analiza, financijska analiza i SWOT analiza. U ovom poglavlju se također procjenjuje vrijednost poduzeća pomoću metode diskontiranih novčanih tokova. U petom poglavlju identificiraju se i kvantificiraju rizici, sagledava se važnost pojedinog rizika, te se predlažu učinkovite mjere za cjelovito upravljanje rizicima. U završnom dijelu iznose se zaključna razmatranja.

2. RIZIK I UPRAVLJANJE RIZICIMA

2.1. Pojam i definicija rizika

Kako bi se najbolje objasnio pojam rizika, potrebno je jasno razlikovati dva pojma – rizik i neizvjesnost. Jasnu razliku između ta dva pojma najlakše je objasniti na sljedećem primjeru. Dva kockara izvlače crne i crvene kuglice iz posude. Prvi kockar ne zna koliko je crvenih kuglica u odnosu na crne, te zaključuje da ih je jednak broj i vjerojatnost izvlačenja crvene kuglice je 50%. Drugi kockar zna da na svaku crnu kuglicu dolaze tri crvene kuglice te na osnovu toga on izračunava vjerojatnost izvlačenja crvene kuglice koja je jednaka 75%. Ovim primjerom je Knight napravio jasnu razliku između rizika i neizvjesnosti. Naime, prvi kockar je zbog neznanja izložen neizvjesnosti, dok je drugi kockar izložen riziku jer mu je poznata distribucija rezultata.¹ Upravo je tu prikazana razlika između rizika i neizvjesnosti. Kada nije poznata vjerojatnost nastanka budućih događaja onda je riječ o neizvjesnosti, a kada je prisutna mogućnost kvantificiranja budućih događaja, ako je poznata distribucija očekivanih rezultata, riječ je o riziku. Razliku između rizika i neizvjesnosti objašnjava i teorija odlučivanja koja se može slikovito prikazati (Slika 1).

Slika 1 Rizik i neizvjesnost – stupnjevi (ne)sigurnosti



Izvor: prilagođeno prema Orsag, S., (2015.), *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, str. 237.

Prema teoriji odlučivanja, vjerojatnost nastupanja određenog događaja kreće se između nula i jedan gdje vjerojatnost nula znači da je događaj nemoguć, a vjerojatnost jedan da je događaj siguran. Kao što je vidljivo na slici (Slika 1), rizik je bliži sigurnom događaju, jer je poznata

¹ Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 17.

distribucija vjerojatnosti, dok je neizvjesnost bliža potpunoj nesigurnosti.² Rizik je, dakle, stanje u kojemu odluka ima više od jednog mogućeg ishoda i u kojemu je vjerojatnost svakog specifičnog rizika poznata ili se može ocijeniti. Vjerojatnost svakoga mogućeg ishoda može se ocijeniti iz ranijeg iskustva ili iz studija tržišta. Što je veća varijabilnost mogućih ishoda, veći se rizik pridružuje odluci ili djelovanju. Neizvjesnost je stanje kada neka odluka ima više od jednog mogućeg ishoda i u kojemu je vjerojatnost događanja svakog specifičnog ishoda nepoznata. To može biti zbog nedostatnih informacija iz prošlosti ili nestabilnosti strukture varijabli.³

Prema Holtonu, najveća kritika Knightove definicije leži u zanemarivanju posljedica, odnosno očekivanih rezultata.⁴ Primjerice, vjerojatnost nekog štetnog događaja može biti relativno velika, dok je posljedica skoro pa zanemariva, tako da nastanak događaja neće imati velik utjecaj na poduzeće. Isto tako postoje i događaji s vrlo malenom vjerojatnošću dešavanja (gotovo nepredvidivi), ali s katastrofalnim posljedicama. Kolokvijalno su poznati kao crni labudovi⁵, a među njih se svrstavaju događaji poput terorističkih napada, financijske krize i slično.

Pored kvantificiranja rizika, u obzir treba uzeti i ponašanje pojedinaca koji imaju različito poimanje rizika i različite osobne preferencije. Tako će pojedinci koji imaju veću averziju prema riziku manje biti skloni izlaganju istom. Kako pojedinci, tako i investitori, neki izbjegavaju rizik, dok druge privlači što veća izloženost riziku. Kroz godine, naučnici su proveli mnoga ispitivanja na ovu temu i zaključili da se razlike u averziji prema riziku pripisuju sustavnim čimbenicima kao što su dob, spol, bračni status, prihod i sam ulog.⁶ Od velike je važnosti razumjeti što je rizik i kako se pojedinci nose s njim kako bi se što kvalitetnije moglo upravljati rizicima.

Poslovanje poduzeća konstantno je izloženo raznim vrstama rizika, od rizika promjene kamatnih stopa do rizika gubitka kupaca. Ako poduzeća nisu spremna upravljati rizicima, svi ti rizici će imati negativan učinak na očekivane zarade, novčane tokove i sveukupnu vrijednost poduzeća. Upravo zbog toga poduzeća moraju gledati na upravljanje rizicima kao

² Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 18.

³ Pongrac, B., Majić, T. (2015.), Upravljanje poslovnim rizicima, *Tehnički glasnik*, 9(1), 94-98. <https://hrcak.srce.hr/138002>, str. 95.

⁴ Holton, G. A., (2004.) Defining risk, *Financial Analysts Journal*, 60(6), 19-25. <https://www.jstor.org/stable/4480615>, str. 20.

⁵ Taleb, N.N. (2007.), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, New York: Random House

⁶ Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*, New Jersey: Wharton School Publishing, str. 31.

jednu od esencijalnih komponenti uspješnog poslovanja poduzeća. U kontekstu upravljanja rizicima važno je razmatrati dualnost rizika, odnosno rizik je potrebno sagledavati kao kombinaciju prijetnje i prilike. Poduzeća u prošlosti su upravljala rizicima minimiziranjem izloženosti riziku uopće, pri tom smanjujući potencijal za priliku, što može dovesti do još većih gubitaka nego što bi izazvao nepoželjan događaj. Međutim, važnost integriranog upravljanja rizicima raste te danas čini važan dio moderne poslovne strategije i poslovne kulture. Pregled rizika koji najčešće za posljedicu imaju smanjenje novčanih tokova poduzeća predstavljen je u Tablici 1. Nabrojani rizici se razlikuju prema događaju koji ih je uzrokovao.

Tablica 1. Pregled rizika uzrokovanih događajem

Tržišni rizik	<ul style="list-style-type: none"> • proizlazi iz promjena financijskih cijena poput tržišnih kamatnih stopa, deviznih tečajeva, cijena dobara na robnim burzama te tržišne vrijednosti glavnice • velika izloženost ovom riziku posljedica je globalizacije i deregulacije tržišta, te fluktuacija kamatnih stopa, deviznih tečajeva i cijena roba • njime se upravlja korištenjem robnih izvedenica, prirodnim i operativnim hedžingom
Rizik likvidnosti	<ul style="list-style-type: none"> • rizik da novčani primici poduzeća neće biti dovoljni za pokrivanje novčanih izdataka • njime poduzeća upravljaju izradom planova upravljanja likvidnošću, diversifikacijom metoda i instrumenata financiranja te držanjem veće količine likvidne imovine
Kreditni rizik	<ul style="list-style-type: none"> • proizlazi iz postojeće ili potencijalne nesposobnosti poslovnog partnera da podmiri dospjele obveze ili izvrši dogovorenu poslovnu transakciju • dvije vrste: kreditni rizik prije i pri izvršenju obveze ili transakcije • njime se upravlja provođenjem analiza poslovanja partnera, instrumentima osiguranja plaćanja te diversifikacijom poslovnih partnera
Operativni rizik	<ul style="list-style-type: none"> • rizik da greške poput kompjutorskih sistema, interne kontrole i revizije, neadekvatnih pravila i procedura ili događaji poput požara, poplava, ozljeda na radu prouzroče gubitke za poduzeće • njime se upravlja kupovinom polica osiguranja, razvijanjem internih procedura koje će definirati i opisati pojedine poslovne procese i odgovornosti
Ostali rizici	<ul style="list-style-type: none"> • zakonski rizik (nemogućnost izvršenja poslovnog ugovora jer ugovor nije sastavljen u skladu s važećim zakonima, loše pisani zakoni, promjene zakona i propisa koji reguliraju robna i financijska tržišta), • intelektualni rizik (odlazak visokokvalificiranog zaposlenika), • rizik gubitka kupaca (kupce ili su konkurenti privukli bolji proizvodima odnosno nižom cijenom ili proizvodi poduzeća nemaju više vrijednost za kupce)

Izvor: izrada autorice prema Miloš Sprčić, D., (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*. Zagreb: Sinergija, str. 27-30.

Rizici se također mogu podijeliti prema mogućnosti diversifikacije, odnosno na sistematske i specifične. Specifični rizici su oni rizici na koje poduzeće može djelovati, jer ih predstavljaju brojni čimbenici na koje utječe menadžment poduzeća. Sistematski rizik je tržišni rizik na koji poduzeće ne može djelovati te pokazuje stupanj sistematskog kretanja prinosa dionice povezanog s kretanjem prinosa cjelokupnog tržišta vrijednosnim papirima. S obzirom na to da se na specifični rizik može djelovati, odnosno rizik se može diversificirati, naziva se diversificirajućim ili nesistematskim rizikom, a sistematski rizik naziva se

nediversificirajućim rizikom ili beta rizikom, jer se mjeri beta koeficijentom.⁷ Ova dva rizika čine ukupni rizik neke investicije koji se mjeri standardnom devijacijom. Sa stajališta investitora, povećavanjem broja investicija u portfelju diverzificira se portfelj. Na taj način investitor smanjuje specifični rizik i jedini rizik kojemu je izloženo njegovo ulaganje jeste sistematski ili tržišni rizik, pa su investitori svoju pažnju usmjeravali mjerenju i upravljanju tržišnog rizika. Dugo se ovaj princip preslikavao na upravljanje rizicima u poduzeću i smatralo se da je upravljanje rizicima na razini poduzeća nepotrebno i troškovno neopravdano.⁸ Danas, integrirano upravljanje rizicima dobiva sve više na značaju.

2.2. Integrirano upravljanje rizicima

Jedna od glavnih funkcija menadžmenta jeste proces odlučivanja. Ako poduzeće posluje u stabilnom okruženju i posjeduje sve informacije, taj proces nije nimalo zahtjevan, međutim to nije slučaj u realnom poslovnom svijetu. Poduzeća danas posluju u dinamičnoj, nepredvidivoj i za razvoj nestabilnoj okolini koja proces odlučivanja ne čini nimalo lakim. Poduzeće mora aktivno analizirati okolinu u kojoj posluje, kao i rizike prisutne u toj okolini kako bi prepoznali prilike i pravodobno reagirali na promjene. U početku, upravljanje rizicima se zasnivalo na „silos“ pristupu gdje se rizicima upravljalo izolirano. Rizicima se upravljalo pojedinačno od strane izvršnih direktora, bez komunikacije o utjecaju upravljanja rizicima na izloženost drugim rizicima te ostvarivanje postavljenih ciljeva. Dakle, na rizike bi se reagiralo tek kada bi oni nastali, zanemarujući vjerojatnost i posljedice nastanka što je dovodilo do podcijenjenosti utjecaja rizika i krive strategije upravljanja rizicima. Jedan od najvećih izazova jeste implementacija integriranog upravljanja rizicima u poslovanje i strateško planiranje poduzeća. Integriranim upravljanjem rizicima nastoje se razmotriti interaktivni odgovori na rizik, bilo to minimiziranje negativnog utjecaja rizika ili realiziranje prilike koju neki rizik donosi, kako bi se uspješno izveli strateški planovi i naposljetku povećala vrijednost poduzeća i bogatstvo vlasnika.⁹ Integrirano upravljanje rizicima je okvir za poslovanje poduzeća koji definira pristup procjeni i upravljanju rizicima u skladu s načinom upravljanja kapitalom i vrijednošću poduzeća.¹⁰ Ovakav koncept predstavlja „ključnu potporu poslovnoj strategiji poduzeća te je neizostavan alat za koordiniranje procesa upravljanja prilikama i

⁷ Karić, M. (1995.), Mjerenje rizika u uvjetima diverzificiranih investicija, *Ekonomski vjesnik*, 1(8), 91-101. <https://hrcak.srce.hr/file/331385>, str. 93.

⁸ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 31.

⁹ Beasley, M.S. i Frigo, L.M. (2010.), ERM and Its Role in Strategic Planning and Strategy Execution, u: Fraser, J. i Simkins, B. (ur.), *Enterprise risk management* (str 31-50), New Jersey: John Wiley & Sons, str. 33.

¹⁰ Chappell, C. (2014.), *The Executive Guide to Enterprise Risk Management*. New York: Palgrave Macmillan, str. 3-4.

prijetnjama s ciljem stvaranja i povećanja vrijednosti poduzeća“. ¹¹ *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)* definira integrirano upravljanje rizicima kao proces osmišljen da identificira potencijalne događaje koje mogu utjecati na poduzeće i upravlja rizicima tako da budu u skladu s apetitom za rizikom vlasnika poduzeća. Time poduzeće signalizira vlasnicima da će ispuniti zadane ciljeve i strategije.¹² U slučaju postojanja velikih odstupanja od ispunjavanja zadanih ciljeva, odnosno nezadovoljavanja očekivanja vlasnika, vlasnici će tražiti veću kompenzaciju zbog povećane razine rizičnosti poduzeća.¹³ Dakle, važan korak u procesu upravljanja rizicima je određivanje apetita za rizikom kako bi menadžment mogao odabrati strategije za upravljanje identificiranim rizicima.

Nadalje, COSO proširuje osnovna načela integriranog upravljanja rizicima i tvrdi da se proces sastoji od osam sljedećih integriranih komponenti:

- Unutarnje okruženje koje čini filozofija upravljanja rizicima koja prepoznaje da može doći i do očekivanih, ali i neočekivanih događaja. Na taj način poduzeće prepoznaje svoj apetit za rizikom i razmatra sve aspekte i načine na koje poduzeće može gledati i utjecati na rizike.
- Postavljanje ciljeva koji se žele postići, koji ujedno služe kao vodilja u ostvarenju strategije poduzeća u kojoj je integrirana strategija upravljanja rizicima. Menadžment mora odrediti veličinu apetita za rizikom koji odgovara i menadžmentu i vlasnicima. Na osnovu toga se izračunava prihvatljivo odstupanje od ciljeva.
- Identifikacija događaja koji se događaju kako eksterno tako i interno i mogu imati utjecaja na postavljene ciljeve i strategiju poduzeća. Sagledavanjem tih događaja poduzeće može dalje razlikovati rizike koji su prijetnja i rizike koji su prilika.
- Procjena rizika predstavlja osnovni korak u procesu upravljanja rizicima. Pomoću procjene rizika sagledava se vjerojatnost dešavanja rizika i utjecaja koji bi taj rizik imao a poduzeće. Procjena se vrši kombinacijom kvalitativnih i kvantitativnih metoda.
- Odgovor na rizik se razlikuje ovisno o procjeni menadžmenta, averziji prema riziku i stupnju do kojeg će odgovor na rizik smanjiti sam utjecaj rizika i/ili vjerojatnost nastanka rizika.

¹¹ Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017.), Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima, u: Pavković, A. (ur.), *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* (str. 17-145). Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu, str. 136.

¹² Olson, D.L. i Wu, D. (2020.), *Enterprise risk management models*, 3.izd. Berlin: Springer, str. 17.

¹³ Dickinson, G. (2001.), Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 26(3), 360-366. <https://www.jstor.org/stable/41952578> , str. 362-363.

- Kontrola aktivnosti je skup politika i procedura koje se moraju pratiti za uspješno upravljanje rizicima. One se prožimaju kroz cijelo poduzeće, na svim nivoima i funkcijama.
- Informacije i komunikacija moraju biti prisutni na svim nivoima i smjerovima između svih funkcija. Informacije koje su od značaja se identificiraju, sakupljaju i prenose u vidu izvještaja uz vremenski okvir u kojem se omogućuje izvršavanje zadanih odgovornosti.
- Kontrola pomoću koje se nadgleda i kontrolira proces integriranog upravljanja rizicima, a čine ju sustav zasebnih evaluacija s kontinuiranim aktivnostima upravljanja. Vršiti se nadgledanje izvedbe svih zadanih odgovornosti.¹⁴

Kako bi poduzeće što uspješnije poslovalo, upravljanje rizicima mora biti integrirano u samu strategiju poduzeća. Menadžment u procesu odlučivanja mora pronaći optimalnu ravnotežu između strategije, izvođenja ciljeva i svih potencijalnih rizika. U nekim situacijama, integriranim upravljanjem rizicima poduzeće će otkriti područja koja su sklona riziku ili neučinkovito odgovaraju na rizik¹⁵, dok će u drugim situacijama identificirati prilike čijim iskorištavanjem poduzeće može stvoriti konkurentsku prednost.¹⁶ Učinkovito dizajnirana veza između strategije poduzeća i upravljanjem rizicima omogućuje poduzeću da bude proaktivnije i fleksibilnije pri upravljanju rizicima.

Glavne odlike integriranog upravljanja rizicima su uvažavanje dualnosti rizika i međutjecaja rizika kako bi se rizici mogli identificirati, kvantificirati te njima anticipativno upravljati. Također treba znati da ne postoji rizik s toliko lošim utjecajem da bi se morao eliminirati uz bilo koji trošak. Dakle, pri upravljanju rizicima u obzir se moraju uzeti i koristi ali i trošak upravljanja, odnosno granične koristi od upravljanja rizicima moraju biti jednake graničnim troškovima upravljanja da bi se postigla optimalna razina upravljanja.¹⁷

Unatoč svojim kvantitativnim aspektima, upravljanje rizicima je još uvijek u velikoj mjeri vid umjetnosti. Upravljanjem rizicima menadžment treba doći do razumno točne procjene rizika uz razuman trošak u razumnom vremenskom okviru, a da su pritom svjesni ograničenja u

¹⁴ ACCA (b.d.), COSO's enterprise risk management framework, preuzeto 11. kolovoza 2021. s shorturl.at/mMY34

¹⁵ Beasley, M.S. i Frigo, L.M. (2010.), nav. dj., str. 33.

¹⁶ Clarke, C. J. i Varma, S. (1999.), Strategic risk management: the new competitive edge, Long range planning, 32(4), 414-440. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(99\)00052-7](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(99)00052-7), str. 417.

¹⁷ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 20.

kvantitativnim mjerama rizika.¹⁸ Menadžmentu je dopušteno da budu kreativni jer se od njih očekuje da što uspješnije razrade strategije upravljanja kako bi se financijski resursi poduzeća zaštitili, a troškovi upravljanja rizicima smanjili. Posljedično, moraju razraditi strategije za upravljanje rizicima, i onih s velikom i onih s manjom vjerojatnošću nastanka. Navedene strategije mogu biti učinkovite samo ako je ostvarena kvalitetna integracija strateškog upravljanja i upravljanja rizicima.¹⁹ Kako bi se ostvarila ta kvalitetna strategija, poduzeća trebaju stvoriti novu funkciju menadžmenta, funkciju direktora za upravljanje rizicima (eng. *Chief Risk Officer*). Dok neki tvrde kako je za poduzeće bolje da takvu poziciju obnaša odbor za upravljanje rizicima, drugi tvrde da je jednostavnije da jedna osoba izravno snosi odgovornost za pristup informacijama i poslovnim procesima, te nadgledanje cjelokupnog procesa. U oba slučaja, važnost takve funkcije je nezanemariva, jer kreiranjem takve pozicije poduzeće javnosti signalizira da pridaje važnost modelu integriranog upravljanja rizicima i odvaja taj proces od uobičajenog upravljanja.²⁰

2.3. Značajnost upotrebe primjene modela integriranog upravljanja rizicima u poduzeću

Jedna od najvažnijih razlika između integriranog i tradicionalnog upravljanja rizicima je stvaranje, odnosno povećavanje vrijednosti poduzeća. Tradicionalnim pristupom minimizirao se utjecaj rizika i time održavala postojeća vrijednost poduzeća. Proaktivnim upravljanjem rizicima moguće je minimizirati negativan utjecaj rizika, ali i ostvariti poslovne ciljeve i povećati vrijednost u slučaju da su čimbenici rizika ustvari prilike koje se trebaju iskoristiti. Integriranim upravljanjem smanjuje se volatilnost varijance vrijednosti poduzeća i varijance novčanih tokova što rezultira nižim troškovima poput troškova agenata i troškova financijskih problema. Stabilizacijom novčanih tokova povećava se dostatnost internih sredstava za financiranje profitabilnih investicija smanjujući problem podinvestiranja i bolje iskorištavanje konkurentske prednosti. Poduzeća anticipativnim upravljanjem rizicima mogu smanjiti vjerojatnost financijskih poteškoća i insolventnosti uslijed čega će investitori zahtijevati manji prinos na kapital, jer poduzeće postaje manje rizična investicija. Poduzeće time dobiva bolji kreditni rejting te se povećava sposobnost njegova zaduživanja. Iskorištavanjem povećanog

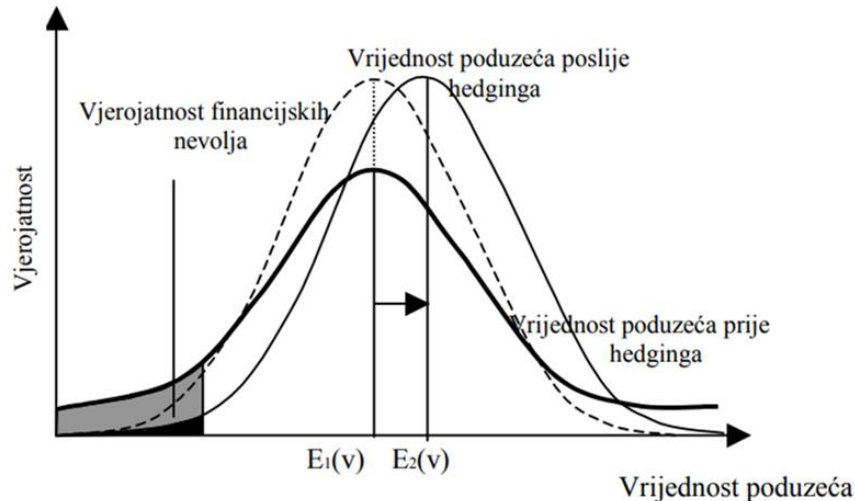
¹⁸ Jorion, P. (2010.), Risk Management, Annual Review of Financial Economics, 2, 347-365. <https://ssrn.com/abstract=1707921> , str. 364.

¹⁹ Corbett, R.B. (2004.), A View of the Future of Risk Management, *Risk Management*, 6(3), 51-56. <https://www.jstor.org/stable/3867778> , str. 53.

²⁰ Daud, W. N. W. D., Yazid, A. S., i Hussin, H. M. R. (2010.), The Effect Of Chief Risk Officer (CRO) On Enterprise Risk Management (ERM) Practices: Evidence From Malaysia, *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 9(11), 55-64. <https://doi.org/10.19030/iber.v9i11.30> , str. 56-57.

kreditnog kapaciteta povećava se sadašnja vrijednost poreznog zaklona koji uvećava ukupnu vrijednost poduzeća. Utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća prikazan je na slici ispod (Slika 2).

Slika 2 Utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća



Izvor: Miloš Sprčić, D. i Sprčić, P. (2007.), Upravljanje financijskim rizikom u poduzećima članicama europskog udruženja trgovaca energijom, *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 5(1), str. 345-359.

<https://hrcak.srce.hr/26140>, str. 349.

Upravljanje rizicima nema trenutni pozitivan učinak na veličinu troškova financijskih poteškoća, ali može značajno smanjiti vjerojatnost njihova nastanka, posebice kod poduzeća s velikim stupnjem zaduženosti ili velike volatilnosti novčanih tokova. Smanjenjem varijance novčanih tokova smanjuje se vjerojatnost (hedžingom), ali i očekivani troškovi financijskih poteškoća.²¹ Smanjuje se i vjerojatnost stečaja što vodi do optimalnog omjera duga i glavnice. Dalje, smanjuju se transakcijski troškovi prikupljanja vanjskog kapitala što povećava vrijednost poduzeća. Također, signaliziranjem o sposobnosti menadžmenta u iskorištavanju konkurentskih prednosti u dugom roku, imat će dulji period natprosječnih stopa rasta u odnosu na konkurentska poduzeća.²² Za sve navedene prednosti iznimno je važno integrirati upravljanje rizicima u strategiju poduzeća, kontinuirano pratiti poslovanje poduzeća, kao i trendove i promjene u okruženju poduzeća, pospješiti komuniciranje između svih nivoa u poduzeću i provjeravati točnost informacija. Detaljan opis procesa integriranog upravljanja

²¹ Miloš Sprčić, D. i Sprčić, P. (2007.), Upravljanje financijskim rizikom u poduzećima članicama europskog udruženja trgovaca energijom, *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 5(1), str. 345-359.

<https://hrcak.srce.hr/26140>, str. 349.

²² Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 190-191.

rizicima bit će objašnjen u sljedećem poglavlju 3. Teorijski pristup procesu integriranog upravljanja rizicima.

3. TEORIJSKI PRISTUP PROCESU INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA

Miloš Sprčić navodi da „prema konceptu integriranog upravljanja poduzeća trebaju upravljati svim rizicima cjelovitim i integriranim pristupom uzimajući u obzir međuovisnost različitih rizičnih situacija i kao takav predstavlja ključnu potporu poslovnoj strategiji poduzeća, te je neizostavan alat za koordiniranje procesa upravljanja prilikama i prijetnjama s ciljem stvaranja i povećanja vrijednosti poduzeća“²³. Proces upravljanja rizicima može se definirati kao „cjelovit proces obuhvaćanja, mjerenja i nadziranja relevantnih i potencijalnih rizika te analize s tim u vezi potencijalnih gubitaka“²⁴. Dakle, riječ je kružnom procesu zbog važnosti aktivnog i kontinuiranog upravljanja rizicima. Proces sadrži faze koje su predstavljene na Slici 3.

Slika 3 Proces integriranog upravljanja rizicima



Izvor: prilagođeno prema Miloš Sprčić, D. (2014.), *A New Era of Risk Management – An Integrated Approach to Corporate Risks*. New York: Nova Science Publishers, str. 137.

U nastavku će se opisati svaka od spomenutih faza.

²³ Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017.), nav. dj., str. 136.

²⁴ Osmanagić Bedenik, N. (2003.), *Kriza kao šansa*. Zagreb: Školska knjiga, str. 69.

3.1. Definiranje ciljeva organizacije

Rizik je varijabla koja može uzrokovati odstupanje stvarnog rezultata od očekivanog, te kao takva može utjecati na ispunjenje poslovnih ciljeva, novčane tokove i vrijednost poduzeća.²⁵ Od iznimne je važnosti jasno definirati postavljene ciljeve i strategije kako bi poduzeće moglo ocijeniti koji su to rizici zanemarivi, jer nemaju velik utjecaj na poslovanje poduzeća, a koji su to rizici koji su relevantni za poslovanje kako bi se njima moglo upravljati. Proces integriranog upravljanja rizicima bit će efikasan jedino ako je upravljanje rizicima povezano sa strateškim menadžmentom i procesom donošenja odluka.²⁶

3.2. Analiza okruženja i poslovanja poduzeća

Svako poduzeće izloženo je rizicima, bilo kroz vanjske ili unutarnje utjecaje, koje je moguće odrediti dubinskom analizom okruženja, ali i samog poslovanja poduzeća. Dubinska analiza podrazumijeva kontinuirano praćenje i analizu svih mikroekonomskih i makroekonomskih čimbenika koji znatno utječu na poslovanje poduzeća. Analiza poslovanja poduzeća se može sagledati iz dvije perspektive – perspektive okruženja u kojem poduzeće posluje ili karakteristika poslovanja samog poduzeća, a one su: „odozgo prema dolje“ (eng. *top-down*) i „odozdo prema dolje“ (eng. *bottom-up*). S obzirom na to da su poslovni planovi poduzeća, a onda i rizici kojima je poslovanje izloženo, u velikoj mjeri određeni makroekonomskom situacijom kao i stanjem industrije, te da poduzeće ne može u većoj mjeri utjecati na ove čimbenike, pri analiziranju okruženja uslijed identifikacije rizika, *top-down* pristup nameće se kao logičniji izbor. *Top-down* pristup polazi od makroekonomskog okruženja, analizira industriju u kojima poduzeće posluje te ocjenjuje njegovu poziciju i perspektivu unutar istih, a informacije dobivene analizom okruženja i industrije stavlja u kontekst poslovne i financijske analize poduzeća.²⁷

PESTLE analiza

Poslovno okruženje je skup različitih vanjskih čimbenika koji znatno utječu na poslovne rezultate poduzeća. Iako su ti vanjski čimbenici od velike značajnosti za poduzeće, samo poduzeće ne može na njih utjecati, ali ih zato mora kontinuirano pratiti, analizirati i nadzirati. Analizom okruženja poduzeće stječe pregled tih vanjskih čimbenika, kao i njihovu važnost za poduzeće. U vanjskom okruženju se skrivaju mnoge mogućnosti, ali i rizici koji mogu biti

²⁵ Lam, J. (2017.), *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. New Jersey: John Wiley & Sons, str. 4.

²⁶ Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017.), nav. dj., str. 137.

²⁷ Miloš Sprčić, D., (2013.), nav. dj., str. 86

pogubni za poduzeće, stoga je od velike važnosti neprestana analiza vanjskog okruženja. Jedan od alata analize vanjskog okruženja je PESTLE analiza koja je naziv dobila po čimbenicima koji se njome prate i istražuju, a to su politički (eng. *Political*), ekonomski (eng. *Economical*), društveni (eng. *Social*), tehnološki (eng. *Technological*), pravni (eng. *Legal*) i ekološki (eng. *Ecological*) čimbenici. Praćenjem ovih čimbenika dobiva se pregled svih važnijih makroekonomskih čimbenika čijim analiziranjem i razumijevanjem poduzeće može donositi odluke koje će donijeti bolje poslovne rezultate. PESTLE analiza je temelj za strateško i financijsko planiranje, te samo istraživanje tržišta. Poduzeća koja uspješno prate čimbenike makro-okruženja mogu se zaštititi ili djelomično ublažiti posljedice rizičnog okruženja, ali isto tako uvidjeti i iskoristiti prilike i mogućnosti koje se nalaze u vanjskom okruženju i time se razlikovati od konkurencije, pa i naposljetku stvoriti konkurentsku prednost.²⁸ Politički čimbenici predstavljaju razinu intervencije države u gospodarstvo i industriju putem regulacija, zakona i ograničenja, kao i samu političku stabilnost države i njene vlade, stabilnost vanjskotrgovinske politike te indeks korupcije u državi. Pored politike koju provode državna tijela, na ove čimbenike znatno utječe i civilno društvo koje kroz udruženja također može kreirati politike. Ekonomski čimbenici opisuju opću uspješnost gospodarstva. Oni obuhvaćaju mjere kao što su ekonomski rast, ekonomski ciklusi, ekonomski trendovi, sezonalnost, stopa inflacije, kamatne stope, stopa nezaposlenosti, stopa oporezivanja. Sve navedene mjere imaju velik učinak na raspoloživi dohodak i kupovnu moć potrošača. Društveni čimbenici su usko povezani s kulturom i demografskim trendovima društva. Društvene norme su ključne pri određivanju ponašanja potrošača te čimbenici koje treba uzeti u obzir su kulturološki čimbenici, kupovne navike, stupanj obrazovanja, prisutnost klasa u društvu, životni stil i dobna struktura stanovništva. Tehnološki čimbenici se odnose na postojanje tehnologije i inovacija u industriji i cjelokupnom gospodarstvu kao što su automatizacija, istraživanja i razvoj te sama tehnološka svijest i informatička pismenost. Zanemarivanje razvitka tehnologije i inovacija te zanemarivanje same digitalne transformacije u dugom roku može biti pogubno za poduzeće. Pravni čimbenici obuhvaćaju sve zakone i pravila koja imaju znatan učinak i ciljano djeluju na poslovanje poduzeća. Neki od njih su Zakon o radu, Zakon o zaštiti potrošača, Zakon o zaštiti tržišnog natjecanja, Zakon o sigurnosti na radu i dr. Klimatske promjene su dovele do povećanja ekološke svijesti i time tehnološki čimbenici dobivaju sve više na važnosti. Oskudica sirovina i neobnovljivih izvora energije, te zagađenje okoliša dovode do sve strožih zakona o zaštiti okoliša kao i sve veći

²⁸ Grant, R.M. (2021.), *Contemporary Strategy Analysis*, 11. izd., New Jersey: John Wiley & Sons, str. 74.

naglasak na društveno odgovorno poslovanje čije neimplementiranje također može donijeti negativne posljedice. S druge strane, poduzeća koja uzimaju u obzir zakone o zaštiti okoliša i društveno odgovorno posluju, efikasnije posluju i time pridonose razvoju cijelog gospodarstva i društvene svijesti, a da pri tom ne narušavaju temeljni cilj ostvarenja dobiti. Pa tako i Porter i Kramer navode da se „društveni i ekonomski ciljevi ne sukobljavaju, nego su međusobno usko povezani“.²⁹ Poduzeća koja su poznata kao društveno odgovorna privlače više društvenog kapitala te uživaju dobru reputaciju i time imaju veliku mogućnost za stjecanje konkurentske prednosti.³⁰

Sagledavanje svih navedenih čimbenika PESTLE analize dovodi do razumijevanja tržišta, sagledavanja svih makroekonomskih čimbenika koji imaju znatan učinak na industriju i samo poslovanje poduzeća i na taj način pomaže pri identifikaciji vanjskih rizika.

Porterov model pet sila

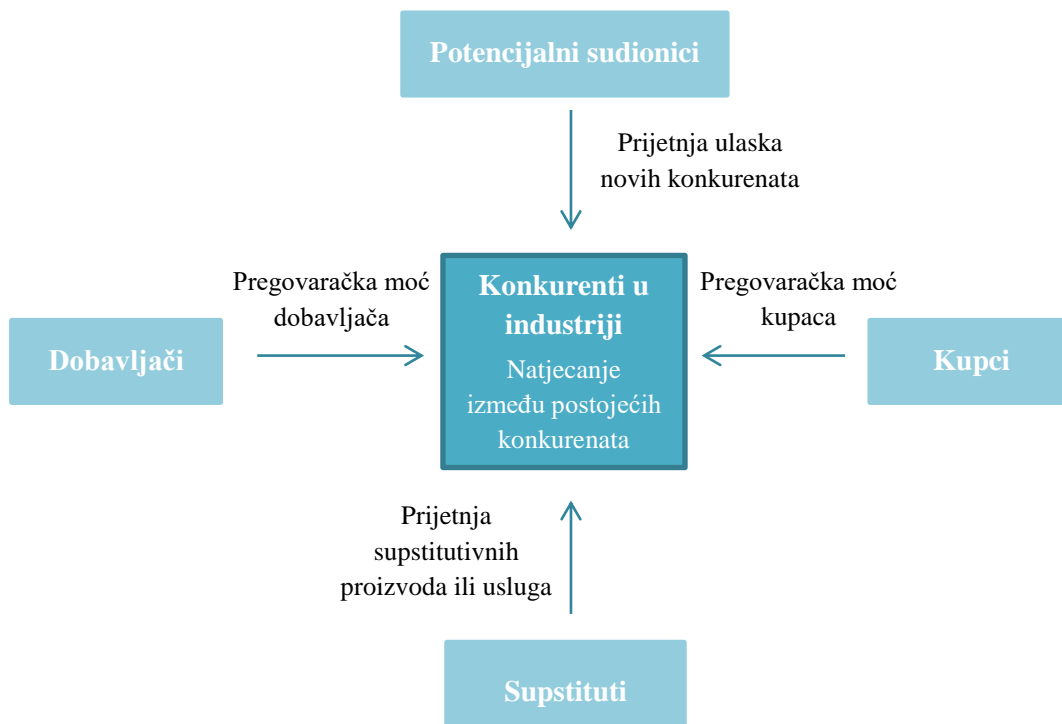
Nakon analize vanjskog okruženja poduzeća, slijedeći korake *top-down* pristupa, analizira se industrija u kojoj poduzeće posluje kako bi se ocijenio konkurentski položaj, kao i uspješnost poslovanja poduzeća. Industrijskom analizom se dobiva uvid u postojeću industrijsku strukturu koja uvjetuje i određuje pravila konkurentske igre i načine odvijanja poslovnih procesa koji određuju poslovnu strategiju samog poduzeća. Najčešće korišten pristup industrijskoj analizi jeste Porterov model pet konkurentskih sila koji je ime dobio po svom začetniku Michaelu Porteru. Ovaj model se temelji na konceptu postojanja pet sila koje određuju intenzitet konkurencije i privlačnost tržišta, a one su: natjecanje između postojećih konkurenata, prijetnja ulaska novih poduzeća na tržište, opasnost od zamjenskih proizvoda, pregovaračka moć kupaca i pregovaračka moć dobavljača. Prema Porteru, intenzitet konkurencije u industriji nije stvar slučajnosti ni loše sreće, nego je konkurencija u industriji ukorijenjena u njezinoj temeljnoj ekonomskoj strukturi i nadilazi ponašanje trenutnih konkurenata. Stanje konkurencije u industriji ovisi o pet osnovnih konkurentskih snaga, a ukupna snaga ovih pet sila određuje profitni potencijal industrije, koji se određuje stopom prinosa na uloženi kapital u odnosu na trošak kapitala.³¹ Porterov model pet sila prikazan je na slici ispod (Slika 4).

²⁹ Porter, M. i Kramer, M.R. (2002.), *The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy*, preuzeto 11. kolovoza 2021. s <https://hbr.org/2002/12/the-competitive-advantage-of-corporate-philanthropy>

³⁰ Porter, M. E. (1998.), *Competitive Strategy: Techniques for analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press, str. 74.

³¹ Porter, M. E. (1998.), nav. dj., str. 3.

Slika 4 Porterov model pet sila



Izvor: prilagođeno prema Porter, M., (1985.), *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. New York: The Free press, str. 4.

Glavna odrednica je natjecanje između etabliranih poduzeća koja određuju konkurentnost i profitabilnost industrije. U većini industrija, poduzeća su međusobno ovisna, što znači da će potez jednog poduzeća imati znatan učinak na odluke i poteze njihovih konkurenata. U takvim situacijama javlja se dilema jer odabir strategija ili odgovora koji izbjegavaju rizik od ratovanja i čine industriju boljom u cjelini (strategije koje se mogu nazvati kooperativnim) može značiti da se tvrtka odriče potencijalne dobiti i tržišnog udjela. Ova situacija u literaturi je poznata kao dilema zatvorenika.³² Prema Porteru, visok intenzitet rivalstva u industriji povezan je s prisutnošću nekoliko čimbenika, a neki od njih su: broj postojećih konkurenata, stopa rasta industrije, koncentracija konkurentskih poduzeća, visoke izlazne barijere, višak kapaciteta i dr.³³ Novi sudionici u industriji obično donose nove kapacitete i resurse, kao i želju za stjecanjem tržišnog udjela. Oni su, dakle, prijetnja etabliranim poduzećima i njihovim zaradama. Lakoća ulaska ovisi o prisutnosti ulaznih barijera i reakciji postojećih konkurenata. Prednosti koje postojeća poduzeća imaju nad pridošlicama predstavljaju ulazne barijere, a one određuju u kojoj mjeri i koliko dugo industrija može uživati profite iznad konkurentske

³² Porter, M. E. (1998.), nav. dj., str. 5-7.

³³ Wheelen, T.L. i Hunger, J.D. (2012.), *Strategic Management and Business Policy: Toward Global Sustainability*, 13. izd., New Jersey: Pearson, str. 112.

razine. Ulazne barijere predstavljaju zajednički faktor cijele industrije koji štiti sva postojeća poduzeća od potencijalnih ulazaka novih konkurenata.³⁴ Neki od čimbenika koji određuju visinu ulaznih barijera su: ekonomija obujma, proizvodna diferencijacija, početna ulaganja, troškovi prebacivanja, pristup kanalima distribucije, prednost ranog ulaska u industriju te zakonske barijere i državna ograničenja. Treća sila je opasnost od zamjenskih proizvoda koja je definirana cijenom, funkcijom koju obavljaju te spremnošću potrošača da jedan proizvod zamijeni drugim. Velik broj supstituta, uslijed poskupljenja proizvoda industrije, čini potražnju cjenovno elastičnom i time se smanjuje profitabilnost cijele industrije, jer je stopa profitabilnosti u osnovi funkcija maksimalne cijene koji su kupci spremni platiti za proizvode. Kupci na profitabilnost poduzeća utječu kroz svoju pregovaračku moć, jer imaju veći učinak na snižavanje cijena i povećavanje kvalitete proizvoda i usluga što im je moć pregovaranja jača. Isto vrijedi i za pregovaračku moć dobavljača koji mogu povisiti cijenu svojih proizvoda i usluga ili jednostavno sniziti kvalitetu uz zadržavanje iste cijene.

Analiza lanca vrijednosti

Analiziranjem lanca vrijednosti poduzeće definira proces stvaranja vrijednosti određenog poduzeća. Sagledava se svaka aktivnost koja individualno pridodaje poslovanju poduzeća Porter je te aktivnost podijelio na primarne i sekundarne aktivnosti. Primarne aktivnosti su one koje neposredno sudjeluju u stvaranju vrijednosti, a one su ulazna logistika, proizvodnja, izlazna logistika, marketing, prodaja i servisi. Sekundarne aktivnosti se također nazivaju podupiruće aktivnosti, jer su potrebne za kvalitetno odvijanje primarnih aktivnosti. One su infrastruktura, upravljanje ljudskim resursima, tehnološki razvitak i nabava. Sve aktivnosti različito dodaju ukupnoj vrijednosti koja oblikuje konačni proizvod.³⁵

Analiza generičkih strategija

Poduzeće je potrebno analizirati putem strateške i financijske analize poslovanja. Od velike je važnosti analizirati samu strategiju poduzeća kako bi se utvrdilo odgovara li postojeća strategija njegovim konkurentskim prednostima. Dva su ključna izvora konkurentnosti, a to su: troškovno vodstvo i diferencijacija. Stavljanjem ovih izvora prednosti u konkurentsko područje Porter je detektirao tri generičke strategije kojima poduzeće ostvaruje natprosječni profit unutar industrije. Tri generičke strategije su: strategija troškovnog vodstva, strategija diferencijacije te strategija fokusiranja s dvije inačice, fokusirano troškovno vodstvo i

³⁴ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 91-92.

³⁵ Fučkan, Š. i Sabol, A. (2015.), *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o., str. 231.

fokusirana diferencijacija. Prije odabira jedne od Porterovih generičkih strategija, potrebno je procijeniti izvedivost same strategije uzimajući u obzir resurse i sposobnosti poduzeća. U Tablici 2 prikazane su vještine, sposobnosti, kao i zahtjevi svake generičke strategije.

Tablica 2 Generičke strategije

	Potrebne vještine i resursi	Zahtjevi
Troškovno vodstvo	<ul style="list-style-type: none"> • Održivo ulaganje kapitala i pristup kapitalu • Razvijeno procesno inženjersvo • Intenzivno nadgledanje rada • Proizvodi dizajnirani za jednostavno rukovođenje i daljnju upotrebu u proizvodnji • Ekonomičan distribucijski sustav 	<ul style="list-style-type: none"> • Stroga kontrola troškova • Česta, detaljna izvješća o radu i proizvodnji • Strukturirana organizacija i raspodjela odgovornosti • Poticaji temeljeni na postignuću strogih kvantitativnih ciljeva
Diferencijacija	<ul style="list-style-type: none"> • Snažne marketinške sposobnosti • Proizvodni inženjering • Kreativnost • Snažna sposobnost u osnovnim istraživanjima • Ugled zbog kvalitetnog ili tehnološkog vodstva • Duga tradicija u industriji ili jedinstvena kombinacija vještina stečenih iz drugih poslova 	<ul style="list-style-type: none"> • Snažna koordinacija među funkcijama Istraživanje i razvoj, Razvoj proizvoda i Marketing • Subjektivno mjerenje i poticaji umjesto kvantitativnih mjera • Pogodnosti za privlačenje visokokvalificirane radne snage, znanstvenika i kreativaca
Fokusiranje	<ul style="list-style-type: none"> • Kombinacija navedenih vještina i resursa uz strateško fokusiranje 	<ul style="list-style-type: none"> • Kombinacija navedenih zahtjeva uz strateško fokusiranje

Izvor: prilagođeno prema Wheelen, T.L. i Hunger, J.D. (2012.), *Strategic Management and Business Policy toward Global Sustainability*. New Jersey: Pearson, str. 242.

Strategija troškovnog vodstva konkurentsku prednost ostvaruje ponudom proizvoda s nižom cijenom čija je kvaliteta ista ili približna proizvodima konkurentskog poduzeća. Strategija diferencijacije podrazumijeva stvaranje i razvoj konkurentskih prednosti stvaranjem proizvoda veće kvalitete uz iste ili niže troškove od konkurentskih. Strategija fokusa nosi sve karakteristike ili strategije troškovnog vođe ili strategije kvalitativnog razlikovanja, pri čemu strategijsko usmjerenje nije na cijelo tržište nego na tržišne niše, tj. specijalizirane dijelove tržišta.³⁶

Analiza resursa/kompetencija putem VRIO modela

Ova analiza ne određuje samo teorijske uvjete koji se moraju zadovoljiti s ciljem postvarivanja konkurentске prednosti, već također nude specifična empirijska pitanja koja je

³⁶ Fućkan, Š. i Sabol, A. (2015.), nav. dj., str. 196.-197.

potrebno riješiti prije nego što se shvati odnos između određenog resursa poduzeća i trajne konkurentske prednosti. VRIO model izražava četiri ključna parametra za analizu, a oni su pitanje vrijednosti, rijetkosti, iritabilnosti, te sposobnost organizacije da koristi upravljačke kompetencije u procesu stvaranja vrijednosti. Ako resurs poduzeća nije vrijedan, onda takav resurs neće omogućiti poduzeću da odabere ili provede strategije koje će iskoristiti prilike ili neutralizirati prijetnje u okruženju poduzeća. Ovakvi resursi predstavljaju slabosti poduzeća, koja se moraju unaprijediti kako bi se dostignula što veća efikasnost i efektivnost poslovanja. Iskorištavanje resursa koji su vrijedni, ali ne i rijetki neće stvoriti konkurentsku prednost, ali neuspješno iskorištavanje istih može poduzeće dovesti u nepovoljan položaj. Ako je resurs vrijedan i rijedak, ali nije skup za oponašanje, iskorištavanje ovog resursa stvorit će privremenu konkurentsku prednost poduzeća sa stjecanjem prednosti prvog pokretača. Ako je resurs vrijedan, rijedak i teško s nemogućnošću kopiranja, njegovo iskorištavanje stvorit će poduzeću trajnu konkurentsku prednost. Konkurentska poduzeća su u tom slučaju suočene sa značajnim troškovima potrebnim za imitiranje takvog resursa. Naposljetku, od velike je važnosti sama organizacija, jer lošom organizacijom, odnosno neiskorištavanjem resursa kojima se može ostvariti konkurentska prednost može stvoriti konkurentski paritet ili čak konkurentske zaostatke.³⁷

Analiza financijskih izvještaja

Poznavanje makrookruženja, industrije i strategije omogućuje kvalitetnije razumijevanje financijskih izvještaja kao i njihovo analiziranje. U osnovi takve analize nalaze usporedbe, odnosno komparacije veličina iz više vremenskih perioda pa će se upravo iz tog razloga u ovom radu koristiti komparativna analiza financijskih izvještaja koristeći analizu povijesnih serija i analizu usporedivih veličina, odnosno horizontalna i vertikalna analiza. Horizontalnom analizom nastoje se uočiti tendencija i dinamika promjena pojedinih pozicija temeljnih financijskih izvještaja na temelju kojih se prosuđuje kakva je uspješnost i sigurnost poslovanja poduzeća. Vertikalna analiza omogućava uvid u strukturu financijskih izvještaja, tako što se pozicije financijskih izvještaja prikazuju kao postotak aktive ili pasive u bilanci ili kao postotak prihoda u računu dobiti i gubitka.³⁸ Pored horizontalne i vertikalne analize, ekonomske veličine je moguće promatrati stavljanjem u odnos istih te tada govorimo o

³⁷ Barney, J.B. i Clark D.N. (2007.), *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*. SAD: Oxford University Press, str. 69.-72.

³⁸ Žager, K., Mamić Šaćer, I., Sever, S., Žager, L., (2017.), *Analiza financijskih izvještaja*, 3 izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovodstva i financijskih djelatnika, str. 224.

financijskim pokazateljima. Zavisno od toga do kojih informacija želimo doći izračunom financijskih pokazatelja razvrstavamo ih u nekoliko skupina, a one su najčešće:

- pokazatelji djelovanja poluge (mjere količinu financiranja poduzeća iz tuđih izvora),
- pokazatelji likvidnosti (mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze),
- pokazatelji aktivnosti (mjere efikasnost upotrebe resursa u poduzeću),
- pokazatelji profitabilnosti (mjere upravljačku djelotvornost poduzeća, odnosno povrat uloženog kapitala) i
- pokazatelji investiranja (mjere uspješnost ulaganja u obične dionice).³⁹

SWOT analiza

Nakon uspješne provedbe dubinske analize okruženja, industrije i konkurentske strategije poduzeća, svi dobiveni podaci sumiraju se kroz SWOT analizu. SWOT analiza je akronim od engleskih riječi za snage (eng. *Strength*), slabosti (eng. *Weaknesses*), prilike (eng. *Opportunities*) i prijetnje (eng. *Threats*). SWOT analiza predstavlja kvalitativnu analizu vanjskih i unutarnjih čimbenika. Provodeći analizu vanjskih čimbenika, poduzeće identificira prijetnje i prilike u svom konkurentskom okruženju. Također ispituje kako će se konkurencija u njihovom okruženju razvijati i kakav će učinak njihov razvoj imati na prijetnje i prilike s kojima se poduzeće suočava. Analizom internih čimbenika proučavaju se i identificiraju snage i slabosti poduzeća. Ova analiza također pomaže u otkrivanju resursa i sposobnosti koji poduzeću mogu biti izvori konkurentske prednosti. Moguća pitanja prilikom identifikacije SWOT matrice kojima bi se što bolje pokušali identificirati čimbenici, prikazana su u tablici ispod (Tablica 3).

³⁹ Žager, K., Mamić Šaćer, I., Sever, S., Žager, L., (2017.), nav. dj., str. 243-244.

Tablica 3 Moguća pitanja prilikom identifikacije SWOT matrice

SNAGE	SLABOSTI	PRILIKE	PRIJETNJE
Postoje li jedinstvene razlikovne prednosti zbog kojih se poduzeće jasno razlikuje od konkurencije?	Koje su slabosti ovog poduzeća? O čemu su proizvodi/usluge ovog poduzeća slabiji od ostalih	Koji vanjski čimbenici mogu biti iskorišteni ako se ukaže prilika i nađu resursi? Koje su atraktivne prilike na tržištu?	Postoje li promjene u potražnji potrošača, zbog kojih su potrebne nove karakteristike proizvoda i usluga poduzeća?
Jesu li ove prednosti dovoljno iskorištene?	proizvoda/usluga na tržištu?	Javljuju li se novi trendovi?	Koji potezi konkurencije potiskuju razvoj proizvoda?
Zašto kupci odabiru ovo poduzeće, a ne njegove konkurente?	Što i kako konkurencija radi bolje?		Štete li promjene iz okruženja položaju poduzeća na tržištu?
Postoje li proizvodi i usluge poduzeća koje konkurencija ne može imitirati?	Je li konkurencija osvojila određeni tržišni segment?		

Izvor: Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima – temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, str. 101.

3.3. Identifikacija, subjektivna procjena rizika i izrada mape rizika

Identifikacija rizika može započeti tek nakon dobro utvrđenog stanja u poduzeću kao i okoline u kojoj poduzeće posluje kako bi se ova faza mogla što kvalitetnije odraditi. U ovoj fazi nastoje se identificirati rizici kao i moguće situacije čije realiziranje može dovesti do negativnih posljedica za poduzeće. Kvalitetna procjena izloženosti rizicima zahtijeva objektivnu analizu za koju su zaduženi vanjski stručnjaci koji tehnikom *brainstorminga*, najčešće Delphi metodom, nastoje što preciznije odrediti izloženost poduzeća raznim rizicima.⁴⁰

Nakon identificiranja rizika, potrebno je odrediti vjerojatnost i značajnost nastanka svakog identificiranog rizika. Rizici koji se procjenjuju prema njihovom utjecaju na poslovne ciljeve i vjerojatnosti nastanka obično se prikazuju dvodimenzionalnom mapom rizika koju tvore četiri kvadranta. Mapa rizika slikovito predstavlja međupovezanost i izloženost identificiranim rizicima i na taj način pomaže pri odabiranju rizika kojima treba aktivno upravljati, pratiti ih ili zanemariti.⁴¹ Mapa rizika je instrument koji služi za identifikaciju, evaluaciju i određivanje vjerojatnosti nastanka i značajnosti ukupnih rizika kojima je poduzeće izloženo, koji mogu

⁴⁰ Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (2019.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, str. 28.

⁴¹ Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017.), nav. dj., str. 138.

imati negativan utjecaj na zadane ciljeve poduzeća. Značajnost rizika prikazuje se na vertikalnoj osi, a vjerojatnost rizika na horizontalnoj osi. Za ocjenu značajnosti koristi se ljestvica od 1 do 10 s obzirom na utjecaj na novčane tokove, očekivane zarade i/ili vrijednost poduzeća, gdje rizik s razinom značajnosti 10 ima najveći utjecaj, a rizik s razinom 1 ima najmanji utjecaj na zadane ciljeve i strategije. Za procjenu vjerojatnosti nastanka događaja koristi se ljestvica od 1 do 5, na kojoj 1 predstavlja događaje koji su gotovo nemogući, a 5 predstavlja događaje koji će se zasigurno realizirati.⁴² Određivanje razina vjerojatnosti i značajnosti predstavljeno je tablicama ispod (Tablica 3 i Tablica 4).

Tablica 4 Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika

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

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

Tablica 5 Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika

VJEROJATNOST OSTVARENJA RIZIKA	RAZINA
Pad vrijednosti <5%	1
Pad vrijednosti ≥5% <25%	2
Pad vrijednosti ≥25% <65%	3
Pad vrijednosti ≥65% <95%	4
Pad vrijednosti ≥95%	5

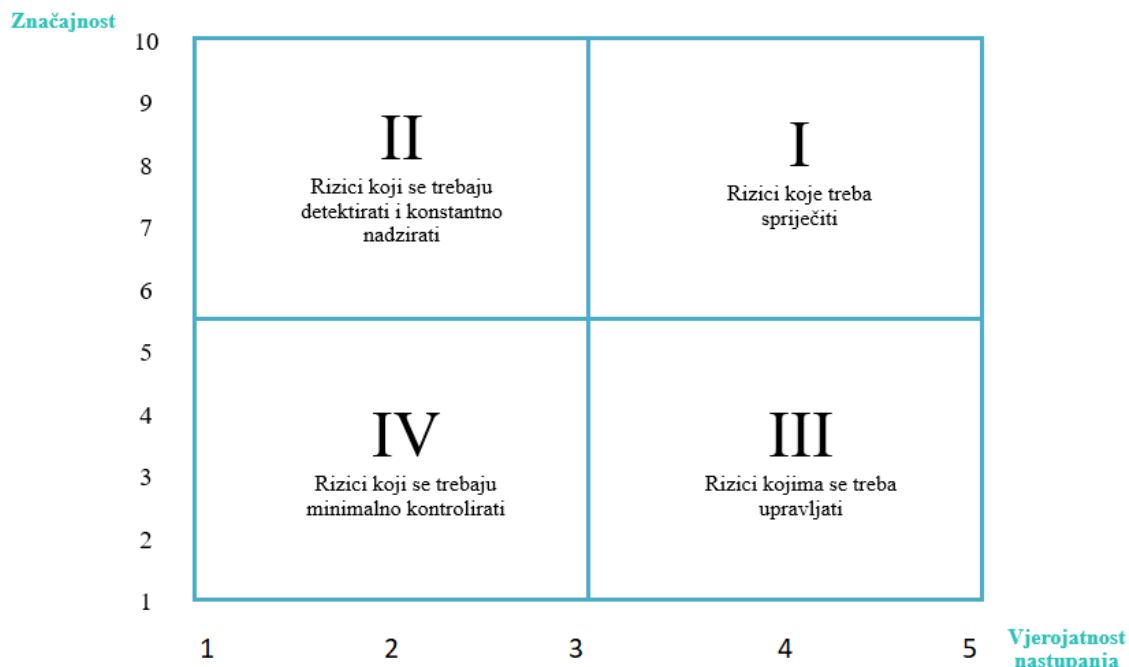
Izvor: Izrada prema literaturi kolegija Upravljanje rizicima, Ekonomski fakultet Zagreb.

Mapiranje rizika integrira poslovne rizike iz svih dijelova poduzeća i omogućuje holistički pregled koji pomaže menadžerima u donošenju odluka o tome kojim rizicima treba upravljati

⁴² Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (2019.), nav. dj., str. 29.

na razini poduzeća. Poduzeće treba osigurati provedbu odabrane strategije za postizanje optimalnog učinka upravljanja rizicima.⁴³

Slika 5 Mapa rizika



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

Izrada mape rizika subjektivnom metodom predstavlja polazište za daljnju razradu mape rizika. Kako bi se što točnije kvantificirali identificirani rizici, potrebno je koristiti metode mjerenja utjecaja rizika o kojima će se detaljnije pričati u poglavlju 3.4. Analiza, objektivna kvantifikacija rizika i revidiranje mape rizika. Važno je napomenuti da je mapiranje rizika kontinuiran proces zbog dinamičnosti i turbulencije okoline u kojem poduzeće posluje, te volatilnosti čimbenika koji utječu na rizike.

3.4. Analiza, objektivna kvantifikacija i revidiranje mape rizika

Rijetko će poduzeće koje se odluči za izbjegavanje svih rizika kao zaštite od istih povećati vrijednost poduzeća, dok će poduzeća koja se izlažu pogrešnim vrstama rizika kojima ne mogu upravljati pretrpjeti velike posljedice. To znači da je bit kvalitetnog upravljanja rizicima

⁴³ Miloš Sprčić, D. (2020.), *Enterprise Risk Management – Value Based Approach to Managing Risks Holistically*, u: Zoričić, D., Pecina, E., Sabol, A. I Dvorski Lacković, I. (ur.), *Enterprise Risk Management: THEORY AND PRACTICE WITH SELECTED CASE STUDIES OF MULTINATIONAL COMPANIES* (str. 1-61). Zagreb: Sveučilišna tiskara d.o.o., str. 25.

donošenje odluka i strategija koje će poduzeću omogućiti efektivno upravljanje rizicima⁴⁴, jer je suština tog procesa stvaranje okruženja u kojem se mogu donijeti optimalne poslovne odluke uzimajući u obzir identificirane rizike i posljedice koje oni donose⁴⁵. Kako bi menadžment mogao donijeti takve odluke potreban mu je kvalitetan model vrednovanja rizika, kojim će se identificirati i kvantificirati rizici. Objektivna kvantifikacija rizika se odnosi na kvantitativno određivanje utjecaja rizika na poslovanje poduzeća i njegovu vrijednost⁴⁶. Najčešće se koriste dvije vrste metoda u procesu kvantifikacije i analize rizika, a one su kvalitativna i kvantitativna analiza rizika. Kvalitativna analiza rizika uključuje procjene koje ne rezultiraju brojčanom vrijednošću, nego služi za opisivanje izvora i vrste rizika, te pomaže pri razumijevanju rizika. Kvantitativna analiza uključuje korištenje statističkih modela koji koriste povijesne podatke u provođenju analize rizika⁴⁷, a neki od njih su analiza scenarija, analiza osjetljivosti, rizična vrijednost (eng. *Value at Risk, VaR*) i rizični novčani tok (eng. *Cash Flow at Risk, CFaR*).

Analiza scenarija zahtijeva mišljenja stručnjaka pri identificiranju potencijalnih rizika, njihovih vjerojatnosti i utjecaja. Tom identifikacijom utvrdit će se potencijalni izvori rizika velike značajnosti, te strategije upravljanja takvim rizicima. S obzirom na subjektivnost analize scenarija, bitno je kvalitetno upravljanje kako bi se održao integritet i dosljednost procesa.⁴⁸ Menadžment se treba usredotočiti na pitanje hoće li se strategija i poslovni ciljevi ostvariti u različitim scenarijima. Ne postoji određen broj scenarija koji menadžment mora razraditi, ali se obično analiziraju tri vrste scenarija, a to su: pesimistični scenarij, optimistični scenarij i scenarij s onim što je planirano, odnosno što se očekuje. Analiza scenarija potiče razmišljanje o tome koliko će poslovna strategija biti uspješna, odnosno u kojem bi slučaju nastanak određenih rizika mogao negativno utjecati na strategiju što bi uzrokovalo neispunjavanje zadanih poslovnih ciljeva, značajne gubitke, smanjenje vrijednosti vlasnika i narušiti reputaciju poduzeća.⁴⁹ Ako se zaključi da je vjerojatnost nastanka rizičnog scenarija veća od očekivane, potrebno je ispitati izvorni plan. Dakle, analizom scenarija menadžment može odlučiti koji planovi su ostvarivi i koji su rizici od značajnog utjecaja koje treba uzeti u obzir.

⁴⁴ Damodaran, A. (2007). *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. New Jersey: Pearson, str. 6.

⁴⁵ Pongrac, B., Majić, T. (2015.), nav. dj., str. 97.

⁴⁶ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 108.

⁴⁷ Merna, T. i AL-Thani, F. (2008.), *The Evolution of Risk Management and the Risk Management Process*, u: *Corporate Risk Management* (str. 39-65). New Jersey: Wiley & Sons, str. 50.

⁴⁸ Basel Committee on Banking Supervision (2011.), *Principles for the Sound Management of Operational Risk*. Basel: Bank for International Settlements, str. 12.

⁴⁹ Beasley, M.S. i Frigo, L.M. (2010.), nav. dj., str. 40.

Analiza osjetljivosti prikazuje osjetljivost novčanih tokova na promjene varijabli poslovanja poduzeća, kao što su promjene kamatnih stopa, prodajnih cijena proizvoda, cijena sirovina i dr. Analizom osjetljivosti analiziraju se učinci pojedinih varijabli, bez mogućnosti mjerenja kombiniranih učinaka promjena više varijabli i upravo zbog toga ova analiza važi za najjednostavniju analizu rizika novčanih tokova. Imajući u vidu da je okruženje poduzeća veoma dinamično i nepredvidivo, rijetko kada će promjena u jednoj varijabli rezultirati promjenom cijelog scenarija. Ipak, „ova analiza se koristi kao pomoćna metoda pri odabiru relevantnih rizičnih čimbenika na kojima treba graditi različite scenarije jer omogućava prepoznavanje čimbenika na koje su novčani tokovi najosjetljiviji.“⁵⁰

Prema Jorionu, „rizična vrijednost je mjera najvećeg očekivanog gubitka koji se može dogoditi tijekom određenog vremenskog razdoblja u normalnim tržišnim uvjetima uz određenu razinu pouzdanosti.“⁵¹ Rizična vrijednost se koristi kod mjerenja izloženosti rizicima u financijskim institucijama, jer se izračunava za kratki vremenski period tijekom određenog razdoblja procjene⁵², primjerice mjerenje potencijalnih gubitaka na dnevnoj bazi.⁵³ Postoje tri ključna elementa VaR-a, a to su: određena razina gubitka vrijednosti, fiksno vremensko razdoblje tijekom kojeg se procjenjuje rizik i razina pouzdanosti.⁵⁴ Dakle, odabire se vremenski horizont t i razina pouzdanosti p i tada rizična vrijednost predstavlja vrijednost gubitka tržišne vrijednosti u razdoblju t koje se ostvaruje s vjerojatnosti $1-p$.⁵⁵ Postoje tri pristupa izračunu VaR-a: povijesna simulacija koja je izravno vezana za povijesne podatke, te metoda varijance-kovarijance i Monte Carlo simulacija koje koriste povijesne podatke za procjenu parametara statističke distribucije promjena tržišnih faktora.⁵⁶ Povijesna simulacija je najjednostavnija metoda jer se pomoću podataka iz prošlosti prognozira rizik u bliskoj budućnosti, te se pritom zanemaruju pretpostavke o statističkim distribucijama tržišnih faktora. Metoda varijance–kovarijance se temelji na pretpostavci da faktori imaju multivarijantnu normalnu distribuciju i uz tu pretpostavku određuje se da je distribucija

⁵⁰ Miloš Sprčić, D. i Bedeković, K. (2019.), Integrirano upravljanje rizicima – strateški alat za bolje upravljanje poslovanjem. U: Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (ur.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb, str. 31.

⁵¹ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 109.

⁵² Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 108.

⁵³ Megla, I., Kurnoga, N. i Dolinar, D. (2017.), Primjena Value-at-Risk metode u analizi sastavnica indeksa CROBEX10, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 15(2), str. 15-27. <https://doi.org/10.22598/zefzg.2017.2.15>, str. 16.

⁵⁴ Damodaran, A. (2007).nav. dj., str. 2.

⁵⁵ Duffie, D. i Pan, J. (1997.), An Overview of Value at Risk, *Journal of Derivatives*, 4(3), 7-49. <https://doi.org/10.3905/jod.1997.407971>, str. 3.

⁵⁶ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 9(1), str. 55-70. <https://hrcak.srce.hr/70792>, str. 54.

očekivane vrijednosti portfelja izgleda normalne distribucije, koja adekvatno ne opisuje pravu distribuciju. Analitičari koji koriste ovu metodu rješavaju taj nedostatak njegovim testiranjem u stresnim situacijama. Prilikom Monte Carlo simulacije nasumično se uzimaju statističke distribucije za koje se vjeruje da su pouzdane za prikaz i aproksimaciju mogućih promjena tržišnih faktora. Ovaj pristup zahtijeva izradu pretpostavki o strukturi tržišta, stohastičke procese, kretanje cijena, korelacije između faktora rizika i volatilnosti tih faktora.⁵⁷ Iako Monte Carlo simulacija zahtijeva značajne ljudske i informatičke resurse, uspijeva nadopuniti sve nedostatke prva dva pristupa.⁵⁸

Budući da će se u ovom radu analizirati poduzeće iz realnog sektora, prikladno je da se u svrhu objektivne analize rizika koristi metoda Rizičnog novčanog toka (eng. *Cash Flow at Risk, CFaR*), jer uključuje simulacije novčanih tokova koja poduzeću omogućuju procjenu vjerojatnosti nastupanja financijskih poteškoća u dužem vremenskom periodu.⁵⁹ Metoda Rizičnog novčanog toka bit će objašnjena u sljedećem potpoglavlju 3.4.1. Rizični novčani tok.

3.4.1. Rizični novčani tok

Poduzeće mora osigurati dovoljno likvidnosti za planirane novčane tokove operativnih, investicijskih i financijskih aktivnosti, jer manjak interno generiranih sredstava onemogućava poduzeću poduzimanje profitabilnih investicija. Pomoću mjere Rizični novčani tok izrađuje se distribucija vjerojatnosti budućeg novčanog toka i na osnovu nje procjenjuje se vjerojatnost nastanka negativnih događaja koji mogu utjecati na pad zarada i novčanih tokova poduzeća. Vjerojatnost nastupanja financijskih poteškoća mjeri se kao onaj dio simulirane distribucije novčanih tokova koji padne ispod praga kumulativne vrijednosti novčanih tokova. Tehnike simulacije anticipiraju i u svoje izračune ugrađuju međuovisnost novčanih tokova i njihov utjecaj na vjerojatnosti nastanka financijskih poteškoća. Dakle, CFaR predstavlja maksimalni gubitak neto generiranog novčanog toka, u odnosu na planiranu razinu, do kojeg može doći uslijed izloženosti tržišnim rizicima u određenom razdoblju uz određenu razinu pouzdanosti.⁶⁰ Utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost Rizičnih novčanih tokova prikazan je na slici ispod (Slika 7).⁶¹

⁵⁷ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav. dj., str. 58.

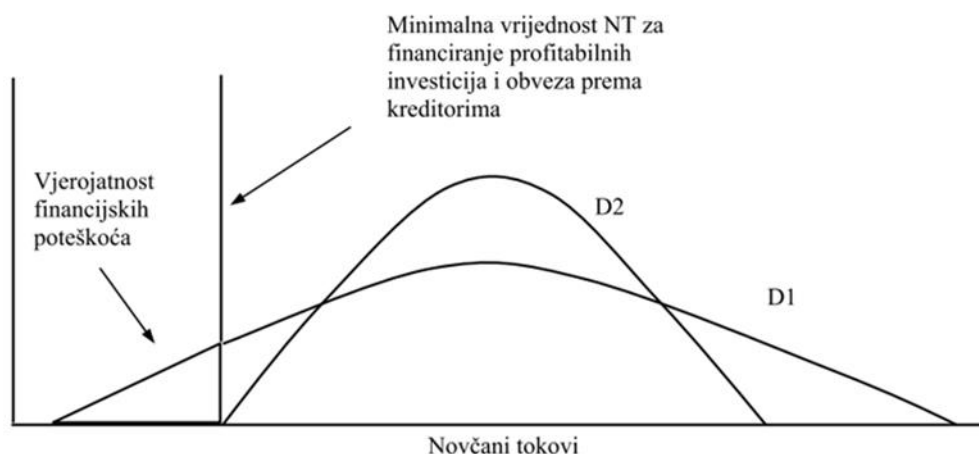
⁵⁸ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav. dj., str. 64.

⁵⁹ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav. dj., str. 52.

⁶⁰ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav. dj., str. 61.

⁶¹ Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav. dj., str. 60.

Slika 6 Hedžing i vrijednost novčanih tokova pri riziku



Izvor: Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 9(1), str. 55-70. <https://hrcak.srce.hr/70792>, str. 60.

Na slici je prikazana vrijednost novčanih tokova poduzeća prije hedžinga (D1) i nakon hedžinga (D2) te je vidljivo da se hedžingom, odnosno upravljanjem rizicima, značajno može smanjiti vjerojatnost nastanka financijskih poteškoća i osigurati potpuni izlazak iz zone stečaja. Linsmeier i Person (1999) su naglasili bitne razlike mjera VaR i CFaR: vremensko razdoblje za koje se računa CFaR znatno je duže od vremenskog razdoblja za VaR, mjeri se utjecaj rizika na novčane tokove, a ne na promjenu vrijednosti portfelja, te su u mjeru CFaR uključeni svi čimbenici koji imaju utjecaj na operativne novčane tokove. LaGattuta, Stein, Tennecian, Usher i Youngen (2000) su to potvrdili i dodali još jednu različitost, a ona je korištenje pristupa „odozgo prema dole“ (engl. *top-down*). Mjera VaR koristi pristup „odozdo prema gore“ (engl. *bottom-up*) jer nastoji kvantificirati pojedinačne izloženosti. Takav pristup daje razumne rezultate u slučaju financijskih institucija, kada se mogu identificirati svi glavni izvori rizika kojima je izložena imovina kojom se trguje, a za koju postoji povijesna baza podataka kretanja cijena. „Odozdo prema dole“ pristup ne zadovoljava potrebe poduzeća iz realnog sektora, jer se mnogi temeljni rizici ne mogu lako kvantificirati. Korištenje pristupa „odozdo prema dolje“ u mjeri CFaR zahtijeva povijesnu bazu svih novčanih tokova poduzeća kako bi se procijenile vjerojatnosti pojave rijetkih događaja, ali takva kvalitetna povijesna baza u većini slučajeva ne postoji. Ipak, takav pristup ima prednosti među kojima su procjenjivanje kolebljivosti novčanih tokova određene grupe poduzeća, neparametarski model čime je izbjegnuto postavljanje nerealnih pretpostavki normalne distribucije faktora rizika koji imaju nepovoljan utjecaj, te jednostavna implementacija kvalitetnog modela. Ove dvije

metode mogu se promatrati kao komplementarne pa se metoda „odozgo prema dole“ može koristiti kao provjera dubinske metode „odozdo prema gore“.⁶²

Za izračun utjecaja rizika potrebno je utvrditi vrijednost poduzeća u sadašnjosti i procijeniti vrijednost poduzeća u budućnosti. Najpoznatija metoda sadašnje vrijednosti je metoda diskontiranih novčanih tokova (eng. *discounted cash flow method – DCF*) kojom se očekivani novčani tokovi poduzeća diskontiraju na sadašnju vrijednost po riziku prilagođenoj diskontnoj stopi.

3.5. Odluke o upravljanju rizicima

Nakon identifikacije pojedinih rizika i mjerenja njihovog utjecaja na novčane tokove i vrijednost poduzeća, menadžment mora odlučiti kako tim rizicima upravljati. Prema Miloš Sprčić postoji pet osnovnih pristupa upravljanju rizicima.

- 1) Izbjegavanje
- 2) Prirodni hedžing
- 3) Transfer rizika
- 4) Pasivno snošenje rizika
- 5) Strateško upravljanje rizicima.

Izbjegavanje rizika je strategija potpunog odmicanja od rizika koja zahtijeva promjenu poslovanja, strukture ili procesa. Ova strategija je vrlo zahtjevna i iziskuje velike izdatke. Prirodnim hedžingom se smanjuje vjerojatnost ostvarenja gubitka ili smanjenje njihove veličine. Vršiti se promjenom operativnog poslovanja, kao na primjer premještanje proizvodnih pogona europskih poduzeća u Kinu gdje su manje nadnice i jeftinije sirovine. Postoje tri načina na koje poduzeće može primijeniti pristup transfera rizika: poduzeće može hedžirati odricanjem potencijalnih dobitaka zbog zaštite od potencijalnih gubitaka, poduzeće se može osigurati plaćanjem drugom sudioniku tržišta da snosi rizik kojemu je poduzeće izloženo ili poduzeće može diverzificirati rizik, na primjer suradnjom s više dobavljača s različitih valutnih područja. Pasivno snošenje rizika je strategija upravljanja rizicima koji imaju mali utjecaj na poslovanje poduzeća te njima ne trebaju aktivno upravljati. Odluka o pasivnom upravljanju rizicima mora biti rezultat ozbiljne analize i procjene utjecaja rizika, jer u suprotnom slučaju ovakva odluka može dovesti do značajnih negativnih posljedica. Strateško upravljanje rizicima podrazumijeva proaktivno upravljanje rizicima. Ova strategija omogućuje menadžmentu minimiziranje negativnih utjecaja, ostavljajući mogućnost

⁶² Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), nav dj., str. 61-63.

ostvarivanja boljih poslovnih rezultata u slučaju da su čimbenici rizika prilike koje poduzeće treba iskoristiti.⁶³

3.6. Kontinuirano praćenje i revidiranje procesa

Proces integriranog upravljanja rizicima opisan u ovom poglavlju je kružni proces jer je proces potrebno ponavljati jednom godišnje ili prilikom velikih promjena u poslovanju i okruženju. Upravo je dinamičnost i turbulentnost okruženja u kojem poduzeće posluje smanjilo vremenski okvir za reevaluaciju ovog procesa. Kontinuirano se mora pratiti efikasnost i efektivnost modela, komunikacija unutar modela, te točnost i integritet podataka. Riječ je o dinamičnom procesu upravljanja rizicima za čiju je dugoročnu uspješnost potrebno pratiti promjene u okruženju poduzeća, te često modificirati mapu rizika i prilagođavati strategije upravljanja rizicima sukladno promjenama i novim rizicima koji se pojavljuju.⁶⁴

⁶³ Miloš Sprčić, D. (2013.), nav. dj., str. 123-127.

⁶⁴ Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (2019.), nav. dj., str. 37.

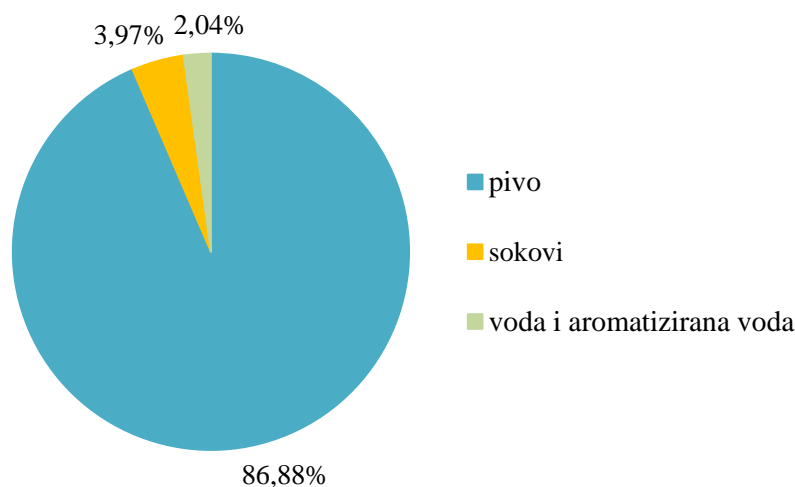
4. ANALIZA POSLOVANJA I OKRUŽENJA PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA d.d.

U ovom poglavlju analizirat će se unutarnje i vanjsko okruženje poduzeća kako bi se što bolje identificirali rizici. Podaci su temeljeni na javno dostupnim izvorima koje poduzeće objavljuje, ali i na podacima koji su dobiveni provođenjem intervjua sa zaposlenicima, te analiziranja izvještaja napravljenih samo za potrebe poduzeća.

4.1. Općenito o poduzeću Bihaćka pivovara d.d.

Bihaćka pivovara je dioničko društvo osnovano 1990. godine sa sjedištem u Općini Bihać u Bosni i Hercegovini. Društvo posjeduje još tri podružnice u Bosni i Hercegovini, u gradovima Tuzla, Zenica i Sarajevo. Osnovna djelatnost pivovare je proizvodnja i promet piva i bezalkoholnih napitaka, mineralne i izvorske vode. Proizvodni asortiman Bihaćke pivovare jeste svijetlo odležano pivo Preminger i Unski biser, prirodna izvorska voda Lipa voda, aromatizirana Lipa Flavour voda s okusom limun trave i sokovi Lipa Pulp s komadićima pulpe u tri okusa (naranča, grejp, limun), te Lipa Ice Tea, također u tri okusa - breskva, brusnica i šumsko voće. Pivo se proizvodi po licenci i nadzoru čeških stručnjaka, uz korištenje tradicionalne proizvodnje svijetlog odležanog piva. Za kvalitetu proizvoda zaslužna je najviše čista prirodna voda – Lipa voda, koju crpe sistemom cjevovoda s istoimenog izvorišta udaljenog osam kilometara od pogona pivovare. Trenutni instalirani kapacitet pivovare je 250.000 hektolitara piva i 100.000 hektolitara bezalkoholnih osvježavajućih pića i voda godišnje, dok se kroz promatrano razdoblje proizvelo oko 80.000 hektolitara pića.

Slika 7 Udio prihoda segmenata u prihodima od prodaje u 2020. godini



Izvor: Izrada autorice

Bihaćka pivovara je suvremena tvornica zahvaljujući vrhunskoj tehnologiji proizvodnje, koja osigurava visoku kvalitetu i osobene karakteristike proizvoda, što potvrđuju i najbolje ocjene Instituta za ispitivanje kvaliteta zemalja Europske Unije, među kojima su Češka, Njemačka i Španjolska. Bihaćkoj pivovari je certifikacija kuća iz Njemačke dodijelila dva certifikata koja su donesena na temelju prosudbe o udovoljavanju zahtjeva normi kvalitete, s ciljem da poduzeće ispuni zahtjeve i očekivanja svojih kupaca. Bihaćka pivovara d.d. s proizvodnjom je počela 1990. godine. Češki stručnjaci su na čelu s počasnim predsjednikom Pivarskog instituta iz Praga izvršili obuku cjelokupnog osoblja za proizvodnju piva po češkoj tehnologiji, te je pivovara proizvela i na tržište plasirala svoje prvo pivo Unski biser. Time je Bihaćka pivovara postala jedina domaća pivovara koja proizvodi pivo po češkoj recepturi.

Društvo je u 2004. godini izvršilo povećanje osnovnog kapitala, emisijom besplatnih dionica iz dobiti društva, u visini od KM 3.650.950. Ukupna vrijednost temeljnog kapitala nakon ove emisije iznosila je KM 25.844.170. U 2011. godini, donesena je odluka o smanjenju osnovnog kapitala povlačenjem stečenih 39.047 vlastitih dionica, nakon čega je osnovni kapital iznosio KM 25.453.700. Od tada nije vršena dokapitalizacija te temeljni kapital poduzeća iznosi 25.453.700 konvertibilnih maraka (KM) podijeljen na 2.545.370 dionica oznake BIPVR na Sarajevskoj burzi. Većinski vlasnici Bihaćke pivovare su Adem Ibrahimpašić s 48,95%, Edin Ibrahimpašić s 2,14% i Emin Ibrahimpašić s 2% dionica. Ostali dioničari su banke, fondovi i druga poduzeća.

4.2. Analiza vanjskog okruženja

Analiza vanjskog okruženja prikazana je modelom PESTLE analize koja pruža sustavni pregled različitih čimbenika iz vanjskog okruženja koji imaju značajan utjecaj na poslovanje poduzeća Bihaćka pivovara. U nastavku se analiziraju čimbenici iz šest okruženja - političkog, ekonomskog, društvenog, tehnološkog, pravnog i ekološkog okruženja.

4.2.1. PESTLE analiza

Politički čimbenici

Bosna i Hercegovina se sastoji od dva entiteta, Federacije Bosne i Hercegovine koja se dalje sastoji od deset kantona/županija, te Republike Srpske. Svaki entitet ima zasebno zakonodavstvo koje je rijetko usklađeno, te svaka županija nadalje ima svoje ingerencije i zakone, i u određenim oblastima podijeljene nadležnosti s Federacijom. Ovakva složena državna struktura, neusklađenost zakona i preklapanje nadležnosti rezultiralo je

nepostojanjem jedinstvene definicije malih i srednjih poduzeća, jer svaki entitet i županija imaju različite kriterije za definiranje istih što je uzrokovalo nepostojanje baze podataka o takvim poduzećima. Ipak, prema preporukama Europske Komisije za definiranje malih i srednjih poduzeća Bihćka pivovara se ubraja u srednja poduzeća s obzirom na to da ima manje od 250 zaposlenih i godišnji promet manji od 50 milijuna eura. Zbog fragmentiranosti podataka može se govoriti samo o procijenjenom broju malih i srednjih poduzeća u Bosni i Hercegovini, pa prema Agenciji za statistiku u 2020. godini postojalo je 31.435 aktivnih malih i srednjih poduzeća što čini oko 99 posto svih aktivnih poduzeća na području Bosne i Hercegovine. Upravo ta poduzeća stvaraju preko 60 posto BDP-a čineći ih generatorima gospodarstva Bosne i Hercegovine. Shodno tome, mala i srednja poduzeća bi trebala uživati posebnu pažnju od strane države, ali to u Bosni i Hercegovini nije slučaj, jer država još uvijek nije stvorila pravno-regulatorne i institucionalne reforme u vidu podrške malim i srednjim poduzećima. Na nivou države trebalo je formirati institucije – Agenciju i Fond za mala i srednja poduzeća kako bi se lakše implementirale preuzete europske obveze iz Akta o malim i srednjim poduzećima i Europske povelje o malim i srednjim poduzećima. Međutim, do danas i dalje nije formirana ni jedna od navedenih institucija, već je sva problematika regulatornog okvira, kao i institucionalne podrške prebaćena na entitete i županije.⁶⁵

Izvještaj o globalnoj konkurentnosti za 2019. godinu najlošije je ocijenio razvijenost javnog sektora, nestabilnost vlade, vladine mjere, efikasnost pravnog okvira, neovisnost pravosuđa, te financiranje malih i srednjih poduzeća.⁶⁶ Prema izvještaju o lakoći poslovanja Bosna i Hercegovina zauzima 92. mjesto od 141 države te glavni problem u državi su barijere prilikom otpočinjanja poslovanja, odnosno zahtjevne, duge i skupe procedure za osnivanje poduzeća, kao i procedure vezane za plaćanje poreza i za reguliranje poreznih obveza.⁶⁷

Prema indeksu percepcije korupcije Bosna i Hercegovina zauzima 110. mjesto od 180 država s ocjenom 35. Trenutna politička kriza koja produbljuje etničke podjele i ugrožava postojanje države skreće pozornost i blokira važne antikorupcijske reforme koje se u Bosni i Hercegovini moraju provesti što prije. Na loše rezultate indeksa najviše je utjecao izostanak napretka na području ključnih reformi, prvenstveno zakona o sukobu interesa, javnim nabavkama,

⁶⁵ Martinović, D., Veselinović, Lj. i Mangafić, J. (2021.), Mala i srednja poduzeća u Federaciji Bosne i Hercegovine – stanje perspektive i poslovanje u sjeni svjetske pandemije, *International Journal of Multidisciplinary in Business and Science*, 7(11), 43-50. <https://hrcak.srce.hr/file/378417>

⁶⁶ The World Bank (2019.), *Global Competitiveness Index* na dan 25.01.2022 [podatkovni dokument], preuzeto s https://govdata360.worldbank.org/indicators/ha03bec65?country=BIH&indicator=41472&viz=line_chart&years=2017,2019

⁶⁷ World Bank Group (2020.), *Doing Business 2020 Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/b/bosnia-and-herzegovina/BIH.pdf>

financiranju političkih stranaka i zaštiti prijavitelaca korupcije.⁶⁸ Problem korupcije potvrdili su i rezultati istraživanja koje je sproveo Centar civilnih inicijativa (CCI). Prema provedenom istraživanju na uzorku od 102 poslovnih subjekata iz deset sektora na području Federacije Bosne i Hercegovine, 89 posto ispitanika je potvrdilo da korupcija, koja se najčešće javlja u interakciji javnog i privatnog sektora, predstavlja vrlo važan problem. Nadalje na pitanje jesu li imali slučaj traženja mita od strane zaposlenika u javnom sektoru u posljednjih 12 mjeseci, 70 posto je odgovorilo potvrdno. Mito je najčešće tražen za ubrzanje određenog postupka koji se vodi pred javnim institucijama, za okončanje postupka, za smanjenje troškova vezanih za postupak, za dobivanje informacija o postupku ili za osiguranje boljeg tretmana. Istraživanje je dalje ukazalo na najkorumpiranije zaposlenike koji su ustvari općinski, kantonalni i federalni službenici, te inspektori i carinski službenici. Navedeni rezultati ankete dokazuju duboku ukorijenjenost korupcije koja predstavlja značajnu prepreku poslovanju i gospodarstvu cijele države.⁶⁹

Izbijanjem pandemije uzrokovane bolešću COVID-19 lokalne vlasti uvele su mjere potpunog ili djelomičnog obustavljanja obavljanja određenih djelatnosti s ciljem smanjenja širenja virusa, što je bilo prisutno i u ostalim ekonomijama svijeta. Uvedene mjere jesu usporile širenje pandemije, ali su imale i negativan utjecaj na ekonomsku aktivnost i tržište rada u Bosni i Hercegovini, što je rezultiralo povećanjem stope nezaposlenosti. Sektor hotelijerstva, ugostiteljstva, umjetnost, zabava i rekreacija su sektori koji su najviše bili pogođeni uvedenim mjerama. Stoga su entitetske vlasti u Bosni i Hercegovini donijele privremene mjere subvencioniranja plaća. Agencije za bankarstvo su donijele odluku o privremenim mjerama za ublažavanja posljedica pandemije te su donijele uredbe kao što je obustava obračuna i plaćanja zatezne kamate na javne prihode, ukidanje obveze plaćanja akontacije na porez na dobit i slično.⁷⁰

Ekonomski čimbenici

Godina 2021. bila je izazovna za bosanskohercegovačku ekonomiju. Pandemija koronavirusa je uzrokovala mnogobrojne probleme među kojima su povećanje broja nezaposlenih osoba,

⁶⁸ Transparency International (2021.), *Corruption Perception Index* na dan: 25.01.2022 [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.transparency.org/en/cpi/2021/index/bih>

⁶⁹ Udruženje poslodavaca (2021.), *Analiza rezultata ankete o percepciji, učestalosti i oblicima korupcije u realnom sektoru FBiH* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.mreza-mira.net/wp-content/uploads/2021/02/Analiza-rezultata-ankete-V1.pdf>

⁷⁰ Orlić, M. (2021.), *Analiza utjecaja pandemije bolesti COVID-19 na tržište rada u Bosni i Hercegovini* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.esap.online/docs/169/the-impact-of-the-covid-19-pandemic-in-bosnia-and-herzegovina>

rast cijena, te posljedično, naglašavanje političkih, socijalnih i zdravstvenih kriza. Snažan utjecaj pandemije na ekonomiju ogleda se i u padu BDP-a. Realni sektor ekonomije karakterizira pad industrijske proizvodnje te značajan pad u djelatnostima uslužnog sektora⁷¹ koji je jedan od glavnih kupaca proizvoda Bihaćke pivovare. U prethodnim godinama bruto domaći proizvod (BDP) bilježio je rast ne veći od 4 posto, ali u 2020. godini zabilježen je pad BDP-a za više od 4 posto i tada je iznosio 17,5 milijardi eura. Te iste godine BDP po stanovniku iznosio je malo više od 5 tisuća eura.⁷² Međunarodni monetarni fond (MMF), kao i Europska banka za obnovu i razvoj (EBRD) u svojim prognozama očekuju ekonomski rast za 3 posto za 2022. godinu. EBRD u svojim izvještajima navodi da je izvoz roba i usluga u 2021. godini porastao za 50 posto u realnom iznosu u odnosu na prethodnu godinu, uslijed snažnog oporavka Europske Unije koja je glavno izvozno tržište.⁷³

Ono što je posebno obilježilo 2021. godinu bila je inflacija, odnosno negativni efekti globalne inflacije. Razina cijena u travnju ove godine u odnosu na travanj prošle godine viša je za 13,2 posto, dok je u susjednoj Hrvatskoj inflacija niža od 10 posto. Zabilježen je rast u odjeljcima Hrana i bezalkoholni napici od 20,6 posto i Alkoholna pića i duhan za 0,6 posto.⁷⁴ Upozorenje je izdala i Centralna banka Bosne i Hercegovine koja upozorava na snažan inflatorni pritisak što će stanovništvo osjetiti prilikom svakodnevnih kupovina, dodatno naglašavajući na efekt smanjenja realnog raspoloživog dohotka stanovništva uslijed inflatornih šokova na usporavanje ekonomske aktivnosti. Postoje pritisci kroz spiralu plaća i inflacije, kako zbog sindikalnih pritisaka za usklađivanje plaća s rastom troškova života, tako i zbog odljeva kvalificirane radne snage u inozemstvo.⁷⁵

U 2021. godini došlo je naglog porasta cijena prirodnog plina i električne energije uslijed energetske krize. Tako je Elektroprivreda Federacije Bosne i Hercegovine (EPFBiH) poduzećima uručila nove ugovore u kojima su cijene električne energije povećane za čak 350 posto. Udruženje poslodavaca Federacije Bosne i Hercegovine (UPFBiH) pozvalo je sve svoje članice da ne potpisuju dobivene ugovore i zahtijevalo od Vlade Federacije Bosne i Hercegovine (VFBiH) da intervenira kako bi se spriječilo masovno gašenje pogona, gubitak

⁷¹ CBBiH (2020.), *Godišnje izvješće 2020. godina*, Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine, str. 15

⁷² Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2021.), *Bosna i Hercegovina u brojevima 2021.* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Bilteni/2021/NUM_00_2021_TB_1_BS.pdf

⁷³ Friedrich Naumann Stiftung (2022.), *Redovni ekonomski izvještaj BiH četvrti kvartal 2021.* [e-publikacija], preuzeto s https://www.freiheit.org/sites/default/files/2022-04/fnfrer_q4_2021.pdf

⁷⁴ Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2022.), *Ekonomске статистике* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Saopštenja/2022/PRI_01_2022_04_1_HR.pdf

⁷⁵ Friedrich Naumann Stiftung (2022.), *Redovni ekonomski izvještaj BiH četvrti kvartal 2021.* [e-publikacija], preuzeto s https://www.freiheit.org/sites/default/files/2022-04/fnfrer_q4_2021.pdf

radnih mjesta i smanjenje plaća. Na taj način, dogovorio se maksimalan rast cijena električne energije do 20 posto, iako će Bihaćkoj pivovari kao proizvodnom poduzeću kojem je za rad pogona potrebna značajna količina električne energije, bilo kakvo poskupljenje otežati poslovanje. Dodatno, uz rast cijene energenata, invazija Rusije na Ukrajinu dovela je i do značajnog rasta barela nafte na svjetskom tržištu zbog povećanje potražnje i sve manje ponude uzrokovane nametnutim restrikcijama prema Rusiji. Uslijed manje ponude nafte, Bosna i Hercegovina počela je povećavati trošarine (akcize), vrstu indirektnog poreza koji se obračunava na određeni proizvod, na gorivo.

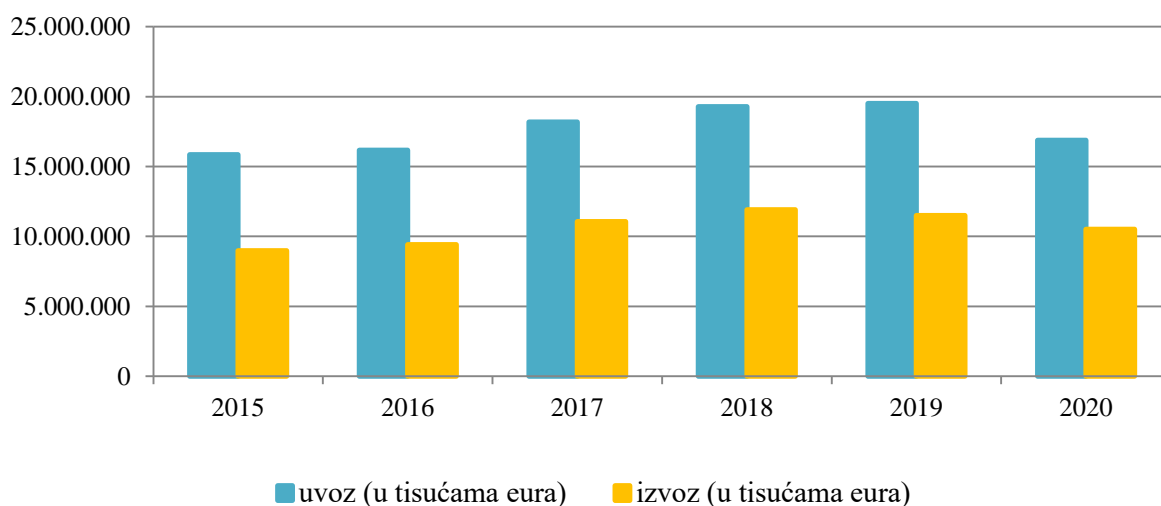
Fiksno vezanje konvertibilne marke za euro znači da se i kamatne stope na kredite vežu za EURIBOR, kamatnu stopu na europskom novčanom tržištu. Iako su i *Federal Reserve Board* (FED) i *Bank of England* u cilju smanjivanja inflatornih efekata povećale kamatne stope, Europska središnja banka (ECB) još uvijek drži kamatnu stopu na istom nivou, znajući da će povećanje kamatne stope negativno utjecati na stanovništvo i poslovne subjekte. Mjere koje je do sada donosila Europska unija prelijevale su se na Bosnu i Hercegovinu što znači da bi povećanje kamatnih stopa ECB-a rezultiralo povećanjem kamatnih stopa Centralne banke Bosne i Hercegovine (CBBiH) u budućnosti. Porast cijena energenata i sirovina za posljedicu ima sve veće zaduženje poslovnih subjekata kod komercijalnih banaka, pa su zaduživanja poduzeća u privatnom vlasništvu u ovoj godini iznosila preko 40% ukupnih zaduženja⁷⁶. Rusija je imala većinsko vlasništvo u dvije banke iz Sber grupe koje su poslovale u Bosni i Hercegovini kao zasebne pravne osobe. Po isključenju ruskih banaka iz SWIFT-a (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*), upravljanje tim bankama preuzele su entitetske agencije za bankarstvo te pokrenule proces restrukturiranja. Banku u FBiH, kod koje je i Bihaćka pivovara zadužena, otkupila je ASA banka dd Sarajevo, te je nastavila s radom bez ikakvih većih izmjena u poslovanju.

U cilju saniranja posljedica izazvanih pandemijom koronavirusa Federacija Bosne i Hercegovine (FBiH) donijela je dva zakona, Zakon o ublažavanju negativnih ekonomskih posljedica u FBiH, te zakon u vidu Uredbe o interventnim mjerama za podršku ugroženim sektorima. Predviđeno je uspostavljanje Fonda za stabilizaciju gospodarstva te Garantni fond u okviru Razvojne banke FBiH, kojim će se omogućiti generiranje sveukupno 300 milijuna eura. U cilju zaštite domaćih poduzeća, FBiH pružila je pomoć onim poduzećima koja su zabilježila pad prihoda u visini od 20 posto i više u prva tri mjeseca 2020. godine i koja

⁷⁶ CBBiH (2022.), *Komentar monetarnih kretanja u ožujku 2022. godine*, Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine, str. 151-152

pritom nisu otpuštala svoje radnike, bez diferenciranja između javnih i privatnih poduzeća, kao ni diferenciranja prema sektorskoj pripadnosti. Pomoć je pružana u vidu subvencioniranja doprinosa, te prolongiranja otplate financijskih obveza. Agencija za banke Bosne i Hercegovine 2020. godine proglasila je i moratorij na kreditne obveze stanovništva i gospodarskih subjekata čije je poslovanje bilo ugroženo izbijanjem epidemije i zatvaranjem gospodarstva. Uz strogo stjecanje prava na financijsku potporu i dugotrajnih procedura, važno je naglasiti da je prvi navedeni zakon doveden tek tri mjeseca nakon potpunog zatvaranja gospodarstva, te je također zabilježeno višemjesečno kašnjenje isplate novčanih sredstava zbog nedostatka istih.⁷⁷

Grafikon 1 Izvoz i uvoz u Bosni i Hercegovini



Izvor: Izrada autorice prema podacima Agencije za statistiku Bosne i Hercegovine

Na grafikonu iznad (Grafikon 1) vidljiv je vanjskotrgovinski deficit kroz cijelo promatrano razdoblje, što znači da Bosna i Hercegovina više dobara uvozi nego što izvozi, ali je ipak u 2020. godini zabilježen pad deficita za 20 posto. Izvoz je u toj godini bio manji za 9 posto u odnosu na 2019. godinu, a uvoz za 13 posto, što je dovelo i do povećanja pokrivenosti uvoza izvozom koji je iznosio 62 posto. Metaloprerađivačka i drvna industrija zaslužne su za skoro 50 posto izvoza, dok manje od 1 posto ukupnog izvoza čini izvoz pića.⁷⁸ Bosna i Hercegovina je jedna od vodno najbogatijih europskih zemalja. Ipak, u državu se uvozi voda u vrijednosti preko 60 milijuna eura godišnje, tako je u 2020. godini uvoz vode i sokova bio tri puta veći od

⁷⁷ Martinović, D., Veselinović, Lj. i Mangafić, J. (2021.), Mala i srednja poduzeća u Federaciji Bosne i Hercegovine – stanje perspektive i poslovanje u sjeni svjetske pandemije, *International Journal of Multidisciplinary in Business and Science*, 7(11), 43-50. <https://hrcak.srce.hr/file/378417>

⁷⁸ Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2021.), *Robna razmjena BiH s inostranstvom 2020* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Biltenei/2021/ETR_00_2020_TB_1_BS.pdf

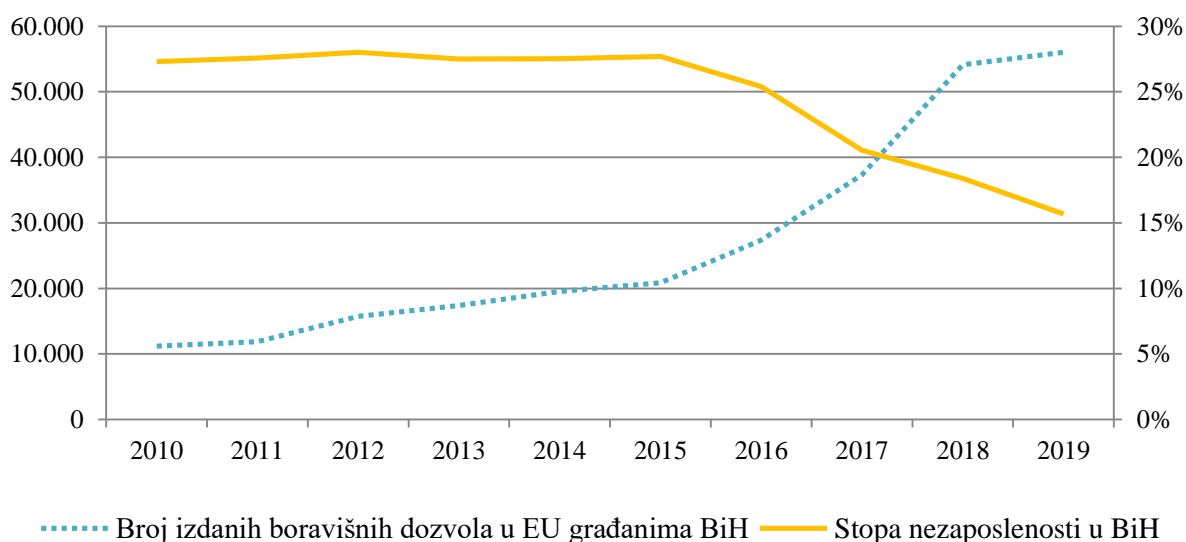
izvoza. Uvoz piva te iste godine bio je 28 puta veći od izvoza. Na bosanskohercegovačkom tržištu nalazi se 70 posto uvoznog piva, a samo 30 posto domaćeg, dok u zemljama Europske Unije uvozna piva zauzimaju tek 10 do 15 posto tržišta.

Društveni čimbenici

Promatrajući razdoblje od 2010. do 2019. godine stopa nezaposlenosti u Bosni i Hercegovini se držala na razini od oko 28 posto, međutim 2016. godine zabilježen je pad, da bi naposljetku u 2019. godini stopa nezaposlenosti iznosila 16 posto. U 2020. godini zabilježen je porast stope nezaposlenosti na 17 posto kao posljedica smanjenja ekonomske aktivnosti. Pad stope nezaposlenosti jeste dobar znak za ekonomiju države, ali uzme li se u obzir trend iseljavanja iz Bosne i Hercegovine, uviđa se da stopa nezaposlenosti ne opada zahvaljujući povećanju zaposlenih osoba, nego masovnom iseljavanju nezaposlenih. Statistički podaci o broju iseljenih osoba iz Bosne i Hercegovine su prilično ograničeni, jer nadležne institucije godišnje izvještavaju samo o emigrantima koji su izgubili status prebivališta te iste godine. Za potrebe istraživanja, uzet je broj građana Bosne i Hercegovine koji su dobili boravišne dozvole u zemljama Europske Unije (EU). U zemlje EU, prema podacima iz 2017. godine, iselilo se oko 85 posto sveukupnog broja iseljenih osoba. Od ukupnog broja iseljenih građana u države EU, više od 60 posto njih boravište je ostvarilo na osnovu dozvole za rad, što za Bosnu i Hercegovinu znači ogromni gubitak radne snage. Odlazak mlade, visoko obrazovane i kvalificirane radne snage pridonosi nedostatku prosperiteta i ekonomske stabilnosti u državi. U posljednjem desetljeću 60 posto emigranata steklo je više srednje stručno obrazovanje u Bosni i Hercegovini i emigriralo tražeći posao i visoko obrazovanje u inozemstvu, dok se udio emigrirane visoko obrazovane radne snage sve se više povećava.⁷⁹ Ako se ipak promatra još duži period, sve od 1995. do 2019. godine zabilježeno je sveukupno 1,6 milijuna emigranata s područja Bosne i Hercegovine. Na grafikonu (Grafikon 2) ispod prikazana su kretanja stope nezaposlenosti i broja građana Bosne i Hercegovine koji su dobili boravišne dozvole u EU.

⁷⁹ Efendić, A. (2021.), *How migration, human capital and the labour market interact in Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s https://www.etf.europa.eu/sites/default/files/2021-06/migration_bosnia_and_herzegovina.pdf

Grafikon 2 Kretanje stope nezaposlenosti i broja izdanih boravišnih dozvola građanima Bosne i Hercegovine u Europskoj Uniji



Izvor: izrada autorice prema podacima Eurostata i Agencije za statistiku Bosne i Hercegovine

Dijaspora igra veliku ulogu u potrošnji u Bosni i Hercegovini, u vidu slanja novca bližnjima koji još uvijek žive u Bosni i Hercegovini, u vidu mirovina ostvarenih u inozemstvu ili u vidu osobne potrošnje prilikom dolaska u državu, pretežno u ljetnim mjesecima. Tako Bihaćka pivovara, kao i većina ostalih poduzeća u državi, bilježi značajan rast prihoda u ljetnim mjesecima zahvaljujući dijaspori. Važnost dijaspore najviše je bila vidljiva za vrijeme zabrane ulaska strancima u okviru preventivnih mjera za sprječavanje širenja koronavirusa. Prema rezultatima istraživanja WFD-a (*Westminster Foundation for Democracy*) novac koji dopijeva u državu od bosanskohercegovačke dijaspore iznosi 2,5 milijardi eura godišnje, odnosno 14 posto ukupnog BDP-a, što je puno veći iznos od inozemnih izravnih ulaganja na godišnjoj razini.⁸⁰ Iako Bosna i Hercegovina ima trgovinski deficit, suficit na računu sekundarnog dohotka i usluga pokriva gotovo 80 posto spomenutog trgovinskog deficita.⁸¹

Tehnološki čimbenici

Prema indeksu inovativnosti (Global Innovation Index) Bosna i Hercegovina na osnovu 80 indikatora nalazi se na 75. mjestu u 2021. godini, točnije na predzadnjem je mjestu po

⁸⁰ WFD (2020.), *Cost of Youth Emigration from Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.wfd.org/what-we-do/resources/cost-youth-emigration-bosnia-and-herzegovina-wfd-research>

⁸¹ Domazet, A., Domljan, V., Peštek, A. i Hadžić, F. (2020.), *Održivost emigracija iz Bosne i Hercegovine*, Sarajevo: Friedrich Ebert Stiftung BiH, str. 31

inovativnosti u cijeloj Europi.⁸² Bruto izdaci za istraživanje i razvoj iznosili su oko 30 milijuna eura u 2020. godini. Od promatranih jedinica koje su u 2020. godini obavljale djelatnost istraživanja i razvoja, 27 posto ih je bilo iz poslovnog sektora. Pandemija korona virusa usporila je i otežala rad poduzeća širom Bosne i Hercegovine što je ukazalo na potrebu što brže digitalne transformacije domaće industrije koja zaostaje za ostalim europskim zemljama. Iako su se u industriji piva pojavile nove tehnologije koje jamče proizvodnju piva unutar 15 dana, vlasnik Bihačke pivovare tvrdi kako bi se takvom tehnologijom samo narušila nagrađivana kvaliteta piva Preminger. Dva su procesa od velike važnosti za proizvodnju svijetlog odležanog piva, a to su proces fermentacije i proces odležavanja. Proces odležavanja je dugotrajan proces koji traje minimalno 60 dana, odnosno onoliko dana koliko je potrebno „mladom“ pivu u ležnom podrumu da dozrije. Ovakav način proizvodnje piva poznat je kao češki način proizvodnje. Spomenute nove tehnologije nastoje ubrzati proces odležavanja kako bi se mogla proizvesti što veća količina piva i zadovoljiti potražnja. Iako digitalna transformacija nije u velikoj mjeri moguća za proizvodnu industriju u Bosni i Hercegovini, to Bihačku pivovaru nije spriječilo u razvijanju inovacija u drugim sferama poslovanja. Tako su u 2020. godini, kako bi ublažili posljedice zatvaranja maloprodajnih prodavaonica i povećali obujam prodaje, pokrenuli internet trgovinu e-natoči.ba putem koje su kupci mogli kupiti proizvode Bihačke pivovare koji bi im potom bili dostavljeni na željenu adresu.

Pravni čimbenici

Porez na dodanu vrijednost (PDV) se u Bosni i Hercegovini počeo primjenjivati od 2006. godine s jedinstvenom stopom od 17 posto u skladu sa Zakonom o PDV-u. Sve europske zemlje, osim Kosova, Danske i Bosne i Hercegovine, posjeduju diferenciranu stopu PDV-a pa je tako i u Bosni i Hercegovini njeno uvođenje i promjena Zakona o PDV-u bio čest slučaj rasprave političara/ki. Tako je Predstavnički dom Parlamentarne skupštine Bosne i Hercegovine (PSBiH) usvojio Prijedlog zakona o dopunama Zakona o PDV-u koji zahtijeva smanjivanje stope na 5 posto za osnovne životne namirnice i proizvode, a povećanje stope na 22 posto za luksuzne proizvode čime bi se osigurali dodatni prihodi i nadomjestio procijenjeni gubitak prihoda. U luksuzne proizvode, pored ostalih, svrstavaju se i visokokvalitetna vina i alkoholna pića, izuzimajući niskokvalitetna vina. Poslodavci u Bosni i Hercegovini ne podržavaju naglo povećanje stope PDV-a, jer ono nije u interesu povećanja likvidnosti poduzeća i poboljšanja poslovne klime u državi. Pored povećanja PDV-a kao indirektnog

⁸² GII (2021.), *Global Innovation Index Bosnia and Herzegovina 2021* [e-publikacija], preuzeto s https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2021/ba.pdf

poreza, moglo bi doći i do povećanja direktnog poreza – poreza na dohodak, s 10 na 13 posto dodatno smanjujući raspoloživi dohodak i potrošnju stanovništva.

Zakoni o porezu na dohodak i doprinosima za Federaciju BiH su krajem 2021. godine upućeni u parlamentarnu proceduru. Prvi zakon za cilj ima dodatnu regulaciju plaćanja poreza na dohodak. U novom prijedlogu zakona predviđeno je uvođenje nove stope poreza na dohodak od 13%, umjesto dosadašnjih 10%. Neoporezivi dio plaće trebao bi se povećati s 300 na 800 KM. To znači da bi se plaće iznad 800 KM trebale oporezivati stopom od 13%. Drugim zakonom. Do sada se dio toplog obroka, prijevoz, regres i ostale naknade nisu oporezivala, ali se to sada može promijeniti. To znači da će niže plaće biti više porezno opterećene.

Ekološki čimbenici

Bosna i Hercegovina kao i ostatak članica Ujedinjenih naroda nastoji zadovoljiti ciljeve Agende 2030 za održivi razvoj. Bosna i Hercegovina želi pridonijeti stvaranju bolje i održive budućnosti, suočavajući se s problemima siromaštva, nejednakosti, klimatskih promjena, degradacije okoliša, prosperiteta, mira i pravde. Prepoznala je značaj i potencijal provođenja Agende 2030 kao mogućnost unaprjeđenja društvenih, ekonomskih i okolišnih aspekata, kao i jačanja regionalne suradnje. Prehrambena industrija može imati velike posljedice za okoliš, ako se štetnim tvarima ne upravlja odgovorno, zato je od iznimne važnosti ograničavanje vrijednosti emisije štetnih tvari u zrak i upravljanje otpadnim vodama. Otpadne vode proizvedene iz prehrambene industrije sadrže tvari toksične za različite oblike ekosustava. Bihaćka pivovara posjeduje okolišne dozvole u kojima je navedena granična vrijednost emisija koje se određuju na osnovu tehničkih karakteristika pogona, geografsko područje, te stanje okoliša na tom području. Potrebno je kontinuirano analizirati tlo, vodu i zrak u okolini pivovare za potrebe produljivanja okolišnih dozvola, ali i plaćanja kazni u slučaju da dođe do prekoračenja graničnih vrijednosti. Bihaćka pivovara ima ugovor s Institutom za javno zdravstvo u Republici Srpskoj za vršenje potrebnih analiza. Od 2022. godine Bihaćka pivovara posjedovat će trajnu Okolišnu dozvolu zbog dobrih rezultata prijašnjih istraživanja. Pored toga, grad Bihać već 14 godina ukazuje na važnost zaštite okoliša i upravljanje otpadnim vodama kroz projekt „Odvodnja i prečišćavanje otpadnih voda Bihaća“ koji za cilj ima osigurati ekološki prihvatljivu i higijensku odvodnju i prečišćavanje otpadnih voda.

4.3. Analiza industrije

U ovom dijelu rada analizira se položaj poduzeća u strateškoj grupi. Analiza industrije prikazana je Porterovim modelom pet sila koje određuju intenzitet konkurencije i privlačnost tržišta. U nastavku je prikazano i objašnjeno svih pet sila.

4.3.1. Analiza usporedbom poduzeća u strateškoj grupi

Kako bi se što bolje utvrdila pozicija i konkurentna snaga poduzeća, potrebna je identifikacija konkurentskih poduzeća. Konkurentna poduzeća u svojim financijskim izvještajima ne dijele prihode od prodaje po segmentima poslovanja, pa će se analiza temeljiti na ukupnim prihodima od prodaje piva kao osnovnog proizvoda. Identifikacija strateške grupe temelji se na individualnoj procjeni autorice, jer ne postoje javno objavljena Izvješća sektorske analize u Bosni i Hercegovini. Strateška grupa se sastoji od ostale tri veće domaće pivovare čiji su financijski izvještaji dostupni javnosti, a one su Sarajevska pivovara, Banjalučka pivovara i Pivovara Tuzla. Financijski pokazatelji izračunati su prema financijskim izvještajima poduzeća preuzetih sa Sarajevske burze i godišnjeg financijskog izvještaja Banjalučke pivovare. Kako na tržištu piva u Bosni i Hercegovini djeluje velik broj multinacionalnih kompanija, točne tržišne udjele odabranih poduzeća nije moguće izmjeriti zbog nedostupnih informacija o prihodima takvih kompanija na prostoru Bosne i Hercegovine.

Tablica 6 Prikaz odabranih pokazatelja strateške grupe

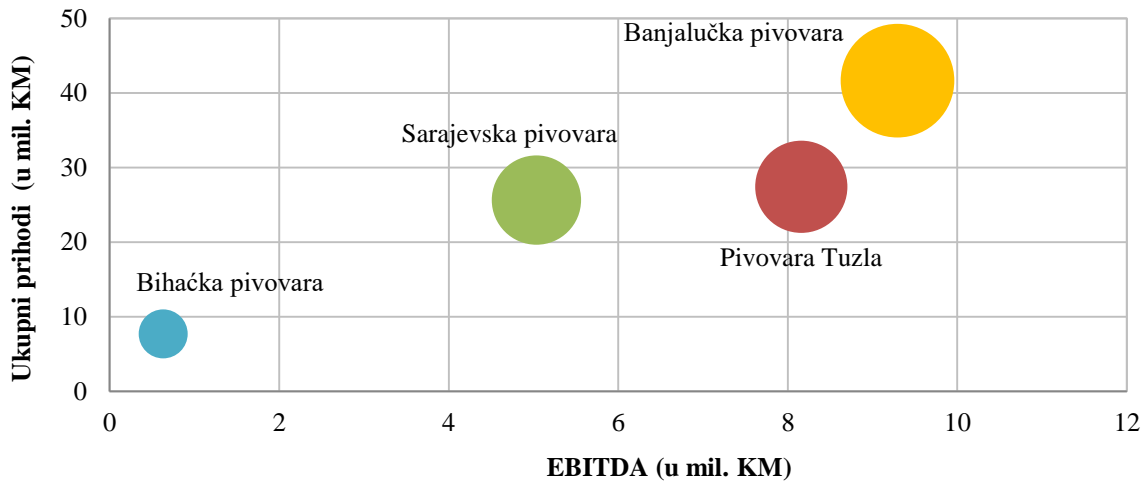
	Ukupni prihodi	Promjena prihoda 2020./19.	Bruto dobit	Koeficijent zaduženosti	Koeficijent tekuće likvidnosti	EBITDA marža
Sarajevska pivovara	25.645.771	-28,1%	55.136	0,20	1,43	23,20%
Banjalučka pivovara	41.649.148	-13,4%	2.422.389	0,46	3,14	23,21%
Pivovara Tuzla	27.422.831	-11,8%	3.340.021	0,33	0,61	30,78%
Bihaćka pivovara	7.696.995	-21,8%	-591.764	0,23	1,66	8,41%

Izvor: Izrada autorice

Vidljivo je da je jedino Bihaćka pivovara ostvarila negativni rezultat u 2020. godini uslijed velikog pada prihoda. Banjalučka pivovara ostvarila je i najveće prihode, a Pivovara Tuzla najvišu bruto dobit u promatranoj godini. Banjalučka pivovara najviše, točnije 46% ukupne imovine financira iz tuđih izvora. Bila je i najlikvidnija, jer je u 2020. godini svoje kratkoročne obveze 3,14 puta pokrivala s kratkotrajnom imovinom, što je veoma važno u slučaju nepravodobnih plaćanja obveza, ali također može signalizirati na višak slobodnih

novčanih sredstava. EBITDA marža ocjenjuje sposobnost poduzeća da ostvarene prihode od prodaje proizvoda zadržava u obliku dobiti te je vidljivo da je Pivovara Tuzla bila najuspješnija u tome u 2020. godini. U nastavku (Grafikon 3) su grafički prikazani poslovni rezultati odabranih poduzeća.

Grafikon 3 Poslovni rezultati strateške grupe



Izvor: Izrada autorice

4.3.2. Porterov model pet sila

Opasnot od ulaska novih konkurenata

Prijetnja od ulaska novih konkurenata u industriji piva smatra se niskom zbog velikog broja postojećih poduzeća koja uživaju veliki dio tržišta, kao i profita industrije. Novim igračima za pokretanje vlastite proizvodnje piva potrebna su velika početna ulaganja u pogone, opremu i postrojenja, te veliki izdaci za marketinške aktivnosti kako bi plasirali svoj proizvod na tržište. Pri tome moraju paziti na kvalitetu, troškove i izazove koje im postojeći regulatorni okvir može nametnuti. Oni će u tom slučaju morati ispuniti brojne stroge i dugotrajne regulativne zakone, što neka poduzeća može obeshrabriti od ulaska na tržište. Većina postojećih poduzeća stekla je lojalnost kupaca, stoga većina kupaca neće kupovati proizvode od novih konkurenata, osim ako novi konkurenti nisu u mogućnosti nuditi svoje proizvode po nižoj cijeni, što je gotovo nemoguće zbog ekonomije obujma koju etablirana poduzeća posjeduju. Međutim, ako etablirana poduzeća, kao što su Heineken, Carlsberg ili Molson Coors Company ispunjavajući tržišne uvjete, počnu snabdijevati veći dio tržišta, Bihaćkoj pivovari prijeti gubitak kupaca i smanjenje prihoda na domaćem tržištu. Novi sudionici također moraju u obzir uzeti i distribucijske kanale koji u nekim slučajevima mogu biti

ograničeni i time ulaznu barijeru povećati. Uzevši sve u obzir, sa sigurnošću se može reći da je opasnost od ulaska novih konkurenata u ovoj industriji zaista niska najviše zbog zasićenosti tržišta, te imidža i ekonomije obujma koju etablirana poduzeća imaju.

Opasnost od ulaska supstituta (ili komplemenata)

Prijetnja od ulaska supstituta u pivarskoj industriji veoma je velika jer postojeća poduzeća neprestano plasiraju nove proizvode na tržište ili unaprjeđuju nove. Upravo zbog velike diferencijacije proizvoda potrošači lako mogu zamijeniti jedan proizvod drugim, što može značajno utjecati na profitabilnost poduzeća. Potrošači mogu zamijeniti proizvod etabliranog poduzeća s proizvodom drugog etabliranog poduzeća ili s proizvodom poduzeća koje je tek ušlo na tržište. Mogućnost supstituiranja proizvoda etabliranog poduzeća sa proizvodom novog igrača veća je u manjim, lokalnim prodavaonicama, nego u velikim trgovačkim lancima zbog troškova marketinga, točnije troškova promocije. U većim trgovačkim lancima primarno mjesto (mjesto na polici koje je najlakše uočljivo kupcu) bit će dodijeljeno najprofitabilnijem proizvodu. Također će proizvođači tih proizvoda dalje ulagati u promotivni asortiman, pa će se njihovi proizvodi izlagati u hladnjacima, na promotivnim *displayima* ili dopunskim policama koji su najatraktivnijeg izgleda u prodavaonici. Potrošači mogu zamijeniti proizvod drugim proizvodom zbog cjenovne elastičnosti potražnje, ali i zbog same kvalitete i okusa proizvoda. Uzimajući u obzir okus, postojećim pivovarama mogu konkurirati *craft* pivovare sa svojim *craft* pivom (ili zanatskim pivom). *Craft* pivovare su neovisne, koriste tradicionalne sastojke u proizvodnji i ne proizvode više od 6 milijuna barela piva godišnje. Ove pivovare proizvode *craft* piva na kreativan način eksperimentirajući sa sastojcima u proizvodnji. U Bosni i Hercegovini neke od uspješnih *craft* pivovara su PZ „Groštak“ Laktaši, Master Craft Brewery Banja Luka, Cooltura Mostar, Gelender Sarajevo, '84 Olympics Brewery Istočno Sarajevo i druge.

Prijetnja od ulaska supstituta u sokovnoj industriji je također prisutna zbog velikog uvoza, značajnog broja domaćih proizvođača sokova kao i ovlaštenih punioničara. Tako poduzeće Coca Cola HBC (*Coca Cola Hellenic Bottling Company*), koje je ovlašten punioničar multinacionalne kompanije *The Coca Cola Company*, i Sarajevska pivovara, koja je ovlašten punioničar gaziranog bezalkoholnog pića Pepsi, na bosanskohercegovačko tržište plasiraju svjetske brendove bezalkoholnih pića uz manje troškove proizvodnje i distribucije. Tu su također i bosanskohercegovačka poduzeća koja proizvode bezalkoholna pića među kojima se nalaze Bosnaplod, Hercegovačka pivovara, Milkos, Pivovara d.d. Tuzla, Hercegovinavino,

Vitaminka, te poduzeće Stanić *Beverages* koje je vlasnik poznatih regionalnih brendova Juicy, Juicy Fruits i Juicy Vita. S obzirom na to da postoje već dva ovlaštena punioničara svjetskih brendova, samo je pitanje vremena kada će se ostatak sličnih brendova plasirati na bosanskohercegovačko tržište putem novih ovlaštenih punioničara koji mogu biti bilo koji od prethodno navedenih poduzeća.

Pregovaračka moć kupaca

Kupci proizvoda Bihačke pivovare su veletrgovci, distributeri, trgovci na malo, te ugostiteljski objekti. Bihačka pivovara svoje proizvode izravno prodaje potrošačima samo putem internet trgovine e-natoči.ba koja je dostupna samo u području općine Bihać. Kupci proizvoda žele dobiti najbolje ponude po najnižoj mogućoj cijeni, što stavlja pritisak na profitabilnost pivovare, te kupce čini izrazito zahtjevnom grupom. Multinacionalne kompanije kao što su Heineken i Molson Coors Company kupcima u Bosni i Hercegovini mogu prodavati proizvode po nižoj cijeni što neće imati značajan utjecaj na njihovu profitabilnost, no to se ne može reći i za Bihačku pivovaru koja skoro sve svoje prihode ostvaruje samo na bosanskohercegovačkom tržištu. Potrošače, kao krajnje kupce, karakterizira manjak lojalnosti zbog velikog izbora proizvoda na tržištu, što čini njihove zahtjeve iznimno visokima. Diferencijacija proizvoda omogućuje kupcima zamjenu proizvoda uz niske troškove. Njihovu pregovaračku moć dodatno je povećala i povećana mogućnost pristupa informacijama, dijeljenju vlastitih stavova i povećanju opće informiranosti. Davno stečenu lojalnost kupaca Bihačke pivovare, narušava nemogućnost konkuriranja vodećim europskim brendovima, te sve veća pregovaračka moć kupaca i potrošača. Može se sa sigurnošću zaključiti da je pregovaračka moć kupaca iznimno visoka u Bosni i Hercegovini.

Pregovaračka moć dobavljača

Za proizvodnju piva kao najprofitabilnijeg proizvoda Bihačke pivovare, temeljna sirovina je ječmeni slad. U Bosni i Hercegovini nema postrojenja za sladovanje ječma, pa se slad uvozi, najčešće iz Hrvatske, Srbije, Slovačke, Češke i Njemačke. Međutim, većinu sladara kupili su Heineken i drugi vodeći igrači koji drugim pivovarama prodaju ječmeni slad po višoj cijeni, time povećavajući troškove i narušavajući profitabilnost ostalih pivovara. Najbliža, do sada, sladara Slavonija-slad nalazila se u Novoj Gradiškoj, međutim, i nju je preuzela velika belgijsko poduzeće Boortmalt. Slavonija-slad sada proizvodi slad prilagođen njihovim potrebama i potrebama *craft* pivovara u Hrvatskoj pod nazivom Badass Barley Malt koji nije pogodan za proizvodnju svijetlog odležanog piva kakvo Bihačka pivovara proizvodi. Bihačka

pivovara ima stalan ugovor s dobavljačem ječmenog slada Stamag iz Austrije. Kupili su i vlastitu cisternu kojom sami dobavljaju ječmeni slad iz Austrije u Bosnu i Hercegovinu kako bi smanjili troškove prijevoza. Druga važna sirovina jeste ambalaža u koju pivovara pakira svoje proizvode. Za pakiranje piva Bihaćka pivovara koristi povratnu staklenu ambalažu koja se može koristiti za ponovno punjenje pivom nakon što se strojno opere. Staklena ambalaža od iznimne je važnosti, jer se vraćanjem povratnih boca može očuvati okoliš i uštedjeti energija. Pivovara staklenu ambalažu nabavlja od Vetropack Straže, jedinog proizvođača staklenih ambalaža u Hrvatskoj, koja je dio švicarske grupacije Vetropack Grupa. Vetropack Grupa posjeduje brojna poduzeća u Švicarskoj, Austriji, Češkoj, Hrvatskoj, Slovačkoj, Ukrajini, Italiji, Moldaviji i Rumuniji što znači da je pregovaračka moć kupaca staklene ambalaže u Europi vrlo niska, odnosno pregovaračka moć dobavljača staklene ambalaže je izrazito visoka. Pivovare koje staklenu ambalažu dobavljaju od Vetropack Grupe jednostavno moraju prihvatiti kupovnu cijenu, jer u suprotnom neće moći svoje proizvode pakirati u staklene ambalaže.

Intenzitet konkurencije među etabliranim poduzećima

Bihaćka pivovara svoje proizvode uglavnom prodaje na domaćem tržištu. Proizvode izvozi i u susjedne zemlje, međutim izvoz čini iznimno malen dio prihoda čineći oko 1% poslovnih prihoda kroz promatrano razdoblje. Industrija piva u Bosni i Hercegovini godinama posluje u nepovoljnim uvjetima, koji se kontinuirano usložnjavaju, rezultirajući negativnim trendovima u proizvodnji i uspješnosti poduzeća. Tradicija pivarstva kao i vrhunska kvaliteta proizvoda bosanskohercegovačkih pivovara, kao i brojne nagrade i međunarodna priznanja, nedovoljni su za opstanak i održivi razvoj na tržištu na kojem vlada prekomjerni uvoz i nelojalna konkurencija. Uočljiva je potpuna dominacija velikih globalnih brendova koje svoje proizvode proizvode u velikim pivovarama u susjednim državama.⁸³ U Bosni i Hercegovini posluje pet domaćih pivovara, a one su Banjalučka, Sarajevska, Hercegovačka i Bihaćka pivovara, te Pivovara Tuzla. Navedene pivovare su u 2020. godini ukupno ostvarile dobit od oko 2,6 milijuna eura, ne razlikujući se puno od dobiti ostvarene u 2019. godini. Prihod je manji u odnosu na 2019. godinu za 25 milijuna eura i iznosio je malo više od 40 milijuna eura. Smanjenju prihoda doprinijela je i pandemija koja je zaustavila isporuke HoReCa⁸⁴ sektoru. Od domaćih pivovara Bihaćkoj pivovari najviše konkuriraju Banjalučka pivovara sa

⁸³ Privredna Štampa (2018.), Pivarska industrija u BiH posluje u iznimno nepovoljnim uslovima, preuzeto 27. ožujka 2022. s <http://privrednastampa.ba/pivarska-industrija-u-bih-posluje-u-iznimno-nepovoljnim-uslovima/>

⁸⁴ poslovni termin koji upućuje na sektor odnosno industriju hrane - pripremanje i serviranje hrane i pića. HoReCa je akronim za tri riječi Hotel/Restoran/Cafe.

svojim Nektar pivom, Sarajevska pivovara s pivom Sarajevsko i Pivovara Tuzla s pivom Tuzlansko. Iako navedene pivovare zauzimaju određeni dio tržišta, na bosanskohercegovačkom tržištu i dalje dominiraju regionalni brendovi. Jedan od problema s kojim se pivovare već duže vrijeme suočavaju je i prekomjeran uvoz.⁸⁵ U 2019. godini u BiH je uvezeno piva u vrijednosti većoj od 58 milijuna eura, a izvezeno svega 2 milijuna eura. Najviše se uvozi iz susjednih zemalja Hrvatske, Srbije i Slovenije. Posebno zabrinjavajuća činjenica je potrošnja piva na bosanskohercegovačkom tržištu, podaci kažu da je čak 70 posto uvozno pivo. Za razliku od većine zemalja, koje po pravilu uvoze samo piva premium kvalitete, u BiH se najvećim dijelom uvoze piva srednjih, niskih, pa i vrlo niskih cijena.⁸⁶ Domaće pivovare zbog spomenutih loših uvjeta proizvode s 50-60 posto svojih kapaciteta. Domaće pivovare gube priliku da budu konkurentne na domaćem, regionalnom i inozemnom tržištu, jer je izvoz piva iz Bosne i Hercegovine podložan raznim necarinskim i drugim barijerama, što direktno pomaže uvozu. Pokrivenost uvoza izvozom piva u Bosni i Hercegovini prosječno iznosi 3 do 4 posto, stoga najveću konkurenciju Bihaćkoj pivovari predstavljaju međunarodne pivovare čiji se proizvodi uvoze. Međunarodne pivovare koriste jake portfelje regionalno prepoznatljivih brendova kako bi nadmašili domaće proizvođače piva.⁸⁷ Među najvećim regionalnim konkurentima su Molson Coors Company, Carlsberg Grupa i Heineken Grupa koje svoje proizvode za potrebe bosanskohercegovačkog tržišta proizvode u Hrvatskoj i Srbiji. Molson Coors Company je peta po veličini pivovara u svijetu s 42 pivovare i više od 100 država u koje izvozi svoje proizvode. Na godišnjoj razini proizvode 80 milijuna hektolitara piva i generiraju oko 10 milijardi eura prihoda. Posjeduju 15 poznatih brendova piva među kojima su Bavaria, Beck's, Ožujsko, Staropramen i Stella Artois. Heineken je svjetski poznata nizozemska pivovara sa sjedištem u Amsterdamu. Ostvaruje prihod od oko 9 milijuna eura u Europi s prodanih 77,5 milijuna hektolitara piva od kojih 15,5 milijuna otpada na pivo Heineken, a ostalo na brendove Amstel, Desperados, Birra Moretti i *craft* piva. Carlsberg Grupa je treća po veličini svjetska pivovara sa sjedištem u Danskoj koja djeluje u Istočnoj i Zapadnoj Europi te Aziji. U svom vlasništvu posjeduje brendove pića među kojima su Carlsberg, Tuborg, Somersby, Budweiser, Pan, te najprodavanije pšenično

⁸⁵ Slobodna Bosna (2021.), ŠTA POKAZUJE ANALIZA: Evo kako su poslovale pivare u BiH, preuzeto 27. ožujka 2022. s <https://www.slobodna-bosna.ba/vijest/209468/sta-pokazuje-analiza-evo-kako-su-poslovale-pivare-u-bih.html>

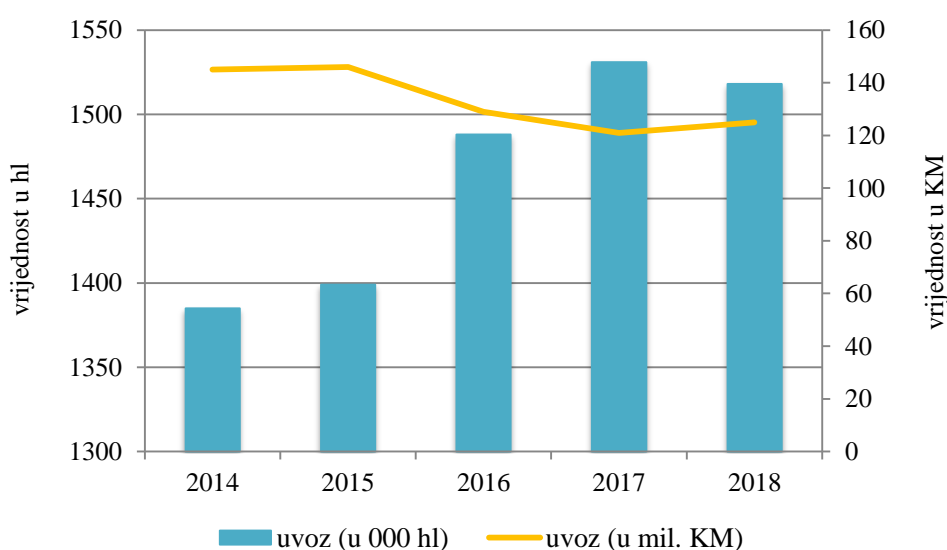
⁸⁶ Radio Kameleon (2020.), Pivarska industrija u BiH u 2019. godini imala veći uvoz nego izvoz piva, preuzeto 27. ožujka 2022. s <https://radiokameleon.ba/2020/02/11/pivarska-industrija-u-bih-u-2019-godini-imala-veci-uvoz-nego-izvoz-piva/>

⁸⁷ Ekapija (2019.), Tri domaće pivare u top 10 listi u BiH - Strana piva dominiraju u premijum klasi preuzeto 27. travnja 2022. s <https://www.ekapija.com/news/2538786/tri-domace-pivare-u-top-10-listi-u-bih-strana-piva-dominiraju>

pivo na svijetu Erdinger Weissbier. Prihodi su u 2021. godini iznosili oko 8 milijardi eura. Pivovara na godišnjoj razini proizvodi oko 140 milijuna hektolitara, od kojih 100 milijuna hektolitara se izvozi na europsko tržište.

U Bosnu i Hercegovinu se iz zemalja koji su tradicionalni proizvođači piva poput Njemačke, Češke, Nizozemske pa i Republike Irske, uvozi pivo čija je vrijednost po hektolitru 200 konvertibilnih maraka (KM) i više. Prosječne uvozne cijene iz Hrvatske bile su 130 KM, te su značajno pale i iznose 78 KM po hektolitru. Hektolitar piva iz Srbije je 55 KM, a iz Crne Gore 79 KM. Za domaće proizvođače cijena hektolitara je 135 do 140 KM, što znači da domaće pivovare jednostavno ne mogu cjenovno konkurirati dok god su cijene na tako visokoj razini u odnosu na proizvođače u regiji. Na grafikonu ispod količinski i vrijednosno je prikazan uvoz piva u Bosni i Hercegovinu. U 2016. godini došlo je do naglog pada cijena, posebice za piva uvezena iz Srbije i Hrvatske, te posljedično do naglog porasta uvezeno količine piva. Uočljivo je da količina uvezenog piva kontinuirano raste, dok vrijednost uvezenog piva opada, što potvrđuje neloyalnu cjenovnu konkurenciju na domaćem tržištu.

Grafikon 4 Uvoz piva u Bosni i Hercegovini



Izvor: Izrada autorice prema podacima Vanjskotrgovinske komore Bosne i Hercegovine

Osim toga, cijene sirovine za proizvodnju piva na svjetskom tržištu posljednjih godina bilježe rast, kao i cijene goriva, samim tim i njegovog transporta, ambalaže, te drugih energenata u procesu proizvodnje, tako da bi situacija s uvoznom cijenom piva trebala biti suprotna padu, što u Bosni i Hercegovini nije slučaj. Vidljivo je da je stupanj konkurencije među postojećim poduzećima izrazito visok u Bosni i Hercegovini.

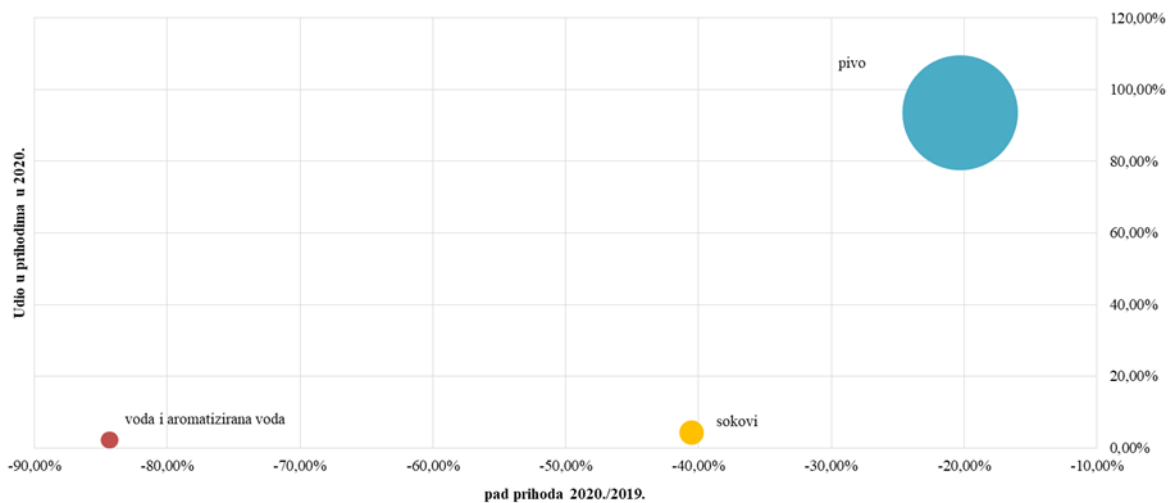
4.4. Analiza poduzeća

Poslovanje poduzeća analizirat će se pomoću dvije analize – analiza financijskih izvještaja i SWOT analiza. Analiza financijskih izvještaja od velike je važnosti za analiziranje i ponajviše kvalitetno razumijevanje financijskih izvještaja. SWOT analizom prikazat će se svi vanjski i unutarnji čimbenici, odnosno prijetnje i prilike, te snage i slabosti poduzeća Bihaćka pivovara.

4.4.1. Analiza proizvodnog asortimana

Bihaćka pivovara svoje prihode ostvaruje prodajom piva, sokova, vode i aromatizirane vode. Najveći udio u prihodima od prodaje ima prodaja piva s više od 90 posto u 2020. godini. Prodaja sokova ostvaruje oko 5 posto, a prodaja vode i aromatizirane vode oko 10 posto prihoda. Na Grafikonu 4 predstavljeni su segmenti poslovanja, odnosno njihov udio u prihodima, a veličina prihoda predstavljena je veličinom kruga. Zabilježen je pad u prihodima od prodaje svih segmenata uslijed pada industrijske proizvodnje, ali i ekonomske aktivnosti uzrokovanih pandemijom.

Grafikon 5 Usporedba segmenata poslovanja prema relativnoj promjeni prihoda i udjelu u prihodima u 2020. godini



Izvor: Izrada autorice

4.4.2. Analiza lanca vrijednosti

Primarne aktivnosti

1. **Ulazna logistika** ovog proizvodnog poduzeća temelji se na nabavi sirovina, materijala i gotovih proizvoda koje dobavlja od dobavljača s kojima dugi niz godina posluju.

2. **Proizvodnja i izlazna logistika** najvažniji su dio lanca vrijednosti jer poduzeće sve svoje prihode ostvaruje proizvodnjom i prodajom proizvoda. Poduzeće posjeduje vlastitu dobro razvijenu logističku mrežu za dobavljanje svojim proizvoda širom Bosne i Hercegovine, ali i u inozemstvo.
3. **Marketing i prodaja** koja se odnosi većinom na veleprodaju s pristupom B2B, s malim dijelom prodaje krajnjim potrošačima putem internet trgovine. Poduzeće koristi najsvremenije marketinške metode, stoga povećavaju svoju prisutnost na društvenim mrežama pored tradicionalnih oblika promocije i oglašavanja. Bihaćka pivovara je u sklopu novijih marketinških kampanja uvela i interaktivne nagradne igre koje pospješuju kupovinu njihovih proizvoda. Poduzeće promovira svoj proizvod prvenstveno kao kvalitetan domaći proizvod, pa su česti sudionici kampanje „Kupujmo domaće – Gradimo BiH“ u organizaciji Gospodarske komore FBiH koja za cilj ima unapređenje znanja, podizanja svijesti i važnosti kupovine domaćih proizvoda.
4. Vid **servisa** poduzeća su ankete kojima se provjerava zadovoljstvo kupaca. Ankete se najčešće provode putem društvenih mreža kao najpristupačniji kanal komuniciranja s potrošačima. Također se provode i interne ankete kako bi se provjerilo zadovoljstvo zaposlenika. Rezultati dobiveni ispitivanjem kvalitete proizvoda i usluga, kao i samog upravljanja unutar poduzeća, menadžmentu će poslužiti kao smjernice u daljnjem poslovnom planiranju.

Sekundarne aktivnosti

1. **Infrastruktura** obuhvaća sve aktivnosti potrebne za funkcioniranje poduzeća, a ustrojeno je kao dioničko društvo. Organi upravljanja poduzećem su Skupština koju čine dioničari, Nadzorni odbor na čelu s predsjednikom poduzeća i Uprava na čelu s direktorom poduzeća.
2. **Upravljanje ljudskim resursima** nije zasebna funkcija poduzeća zbog manjeg broja, nego se time bavi direktor poduzeća. Bihaćka pivovara ljudski kapital shvaća veoma ozbiljno. Poduzeće broji 108 zaposlenih osoba među kojima se nalaze zaposleni raznih dobnih struktura, jer je poduzeću jako važno da uz unaprjeđenje iskusnih, dugogodišnjih zaposlenika, zapošljava i mlade ljude koji su spremni na intenzivan razvoj i učenje. Poduzeće brine o zdravlju i sigurnosti svojih zaposlenih. Iako je ekonomska kriza izazvana pandemijom COVID-19 izazvala velike šokove, pad prodaje i krajnje obustavljanje rada poduzeća na nekoliko mjeseci, Bihaćka pivovara zadržala je sve svoje radnike.

3. **Tehnološki razvoj** je jako važan u proizvodnim poduzećima. Poduzeće neprestano ulaže u rast i razvoj opreme i postrojenja kako bi proizvodila proizvode u skladu sa suvremenim trendovima. Dokaz tome je i kupnja stroja za pakiranje proizvoda u PET ambalaže u 2020. godini. PET (polietilentereftalat) ambalaža je vrsta plastične ambalaže koju je lako reciklirati. Ona se otkupljuje od potrošača nakon potrošnje proizvoda te se od reciklirane plastike pravi nova ambalaža potičući ekološku osviještenost. Bihaćka pivovara je jedan od osnivača Ekopaka, neprofitne organizacije osnovane s ciljem da u ime svojih klijenata proizvođača ambalaže, uvoznika, punilaca, distributera i trgovaca, preuzme odgovornost za ispunjenje zakonskih obaveza za reciklažu i iskorištenje ambalažnog otpada u Federaciji BiH.⁸⁸ Bihaćka pivovara surađivala je i s Biotehnološkim fakultetom u Bihaću prilikom čega su vršene detaljne analize tehnoloških otpadnih voda.
4. **Nabava** prvenstveno predstavlja suradnju s dobavljačima koja je velikim dijelom uključena u planiranje. Bihaćka pivovara dobavljače bira na osnovu geografskog položaja kako bi smanjili troškove prijevoza, kvalitete i cijene proizvoda. Ječmeni slad poduzeće nabavlja iz Austrije od istog dugogodišnjeg dobavljača Stamag, a kako bi smanjili troškove prijevoza koriste svoju cisternu.

4.4.3. Analiza generičkih strategija

Bihaćka pivovara prihode generira iz tri različita segmenta koja neprestano unaprjeđuje. Stalnim istraživanjem i razvojem materijala i tehnologija, doprinose ciljevima rasta i razvoja industrije. Stoga je najbolji način da se na tržištu istaknu kao savjesni proizvođač koji prvenstveno svojom kvalitetom i diferencijacijom odskoče od konkurenata i samim time stvara lojalnost i naklonost kupaca. Bihaćka pivovara prati trendove proizvodnje pri tome ne mijenjajući samu recepturu proizvoda po kojoj se diferenciraju od ostalih pivovara u Bosni i Hercegovini. Neprestano ulažu i u marketinške aktivnosti te prate aktualne trendove kako bi što bolje i kvalitetnije predstavili svoj proizvod, ali i ostvarili komunikaciju s potrošačima. Poduzeće je uvidjelo potražnju za sokove s pulpom, kao i aromatiziranom vodom, te je proizvodnjom soka Lipa Pulp i aromatizirane vode Lipa Flavour povećalo raznolikost proizvoda u ponudi. To je potvrdilo sposobnost zadovoljavanja zahtjeva tržišta i diferencijacije ponude poduzeća koji su rezultat neprekidnog ulaganja u rast i razvoj.

⁸⁸ Ekopak (b.d.), preuzeto 20. svibnja 2022. s <https://www.ekopak.ba/bs/pages/1/kompanija>

4.4.4. Analiza resursa/kompetencija putem VRIO modela

Konkurentne prednosti poduzeća dijagnosticiraju se kao subjektivno poimanje heterogenosti resursa ili kompetencija u odnosu na konkurenciju. Konkurentna prednost poduzeća mjeri se na Likertovoj skali koja je određena brojevima od 1 do 5, pri čemu 1 označava „vrlo loše“, a 5 označava „vrlo dobro“. Na osnovu subjektivne prosudbe i provedenih intervjua s direktorom Bihačke pivovare, te analizom konkurentskih poduzeća, određuje se je li poduzeće lošije, jednako ili bolje u odnosu na postojeće potencijalne konkurente u industriji ili strategijskoj skupini. Postojanje/nepostojanje konkurentskih prednosti poduzeća bit će određeno srednjom vrijednošću 20 ispitanih kategorija, pri čemu će poduzeće imati konkurentne prednosti ukoliko je srednja vrijednost (ocjena) jednaka ili veća od 2,5. Ovih 20 kategorija uključuje resurse u sljedećim područjima:

- troškovna prednost (niži proizvodni troškovi, proizvodi niže cijene),
- prednost zasnovana na proizvodima/uslugama (diferencijacija proizvoda, ambalaža, dizajn, stil, kvaliteta proizvoda i dostupnost proizvoda),
- prednost zasnovana na procesima (širina proizvodne linije, pouzdanost, fleksibilnost, proizvodne inovacije, brzina isporuke, tehnička podrška i vrijednost za kupce),
- VRIO model (vrijednost upravljačkih kompetencija, rijetkost upravljačkih kompetencija, mogućnost imitacije upravljačkih kompetencija, mogućnost zamjene upravljačkih kompetencija, sposobnost organizacije da koristi upravljačke kompetencije u procesu stvaranja vrijednosti).⁸⁹

U sljedećoj tablici (Tablica 7) prikazani su resursi i kompetencije poduzeća Bihačka pivovara u odnosu na ostala poduzeća u strateškoj grupi.

⁸⁹ Sabol, A. (2020.), Okvir za izradu VRIO analize, kolegij *Planiranje*, smjer Analiza i poslovno planiranje, akademska godina 2020/2021., Ekonomski fakultet Zagreb.

Tablica 7 VRIO model Bihaćke pivovare

	Vrlo loše	Loše	Osrednje	Dobro	Vrlo dobro
1. Niži troškovi poslovanja po proizvodu	+				
2. Proizvodi niže prodajne cijene	+				
3. Diferencijacija proizvoda			+		
4. Ambalaža proizvoda				+	
5. Dizajn proizvoda					+
6. Stil proizvoda				+	
7. Kvaliteta proizvoda				+	
8. Dostupnost proizvoda			+		
9. Širina proizvodne linije			+		
10. Pouzdanost poslovnih procesa				+	
11. Fleksibilnost poslovnih procesa	+				
12. Proizvodne inovacije			+		
13. Brzina isporuke proizvoda				+	
14. Distribucijski kanali	+				
15. Vrijednost za kupce				+	
16. Vrijednost resursa/kompetencija		+			
17. Rijetkost resursa/kompetencija	+				
18. Mogućnost imitacije resursa/kompetencija	+				
19. Mogućnost zamjene resursa/kompetencija	+				
20. Mogućnost organizacije da koristi resurse/kompetencije u procesu stvaranja vrijednosti	+				

Izvor: Izrada autorice prema materijalima kolegija Planiranje, Ekonomski fakultet Zagreb.

Provedbom VRIO analize poduzeće Bihaćka pivovara u cjelini se ocjenjuje ocjenom 2,55, što znači da poduzeće posluje dobro u odnosu na stratešku grupu koju čine ostale pivovare sa sjedištem u Bosni i Hercegovini. Poduzeće ima diferenciranu ponudu proizvoda koje karakterizira vrhunska kvaliteta. Kvaliteta proizvoda najviše se pripisuje čistoj izvorskoj vodi koja se koristi kao osnova za svaki proizvod. Bihaćka pivovara veliki trud pridaje konstantnom unaprjeđenju svojih tehnologija i proizvodnih procesa, te ulaže u daljnje inovacije kako bi se što brže prilagođavali izazovima i promjenama na tržištu. Zaključuje se da Bihaćka pivovara svoju konkurentsku prednost može razvijati kao prednost zasnovanu na procesima i prednost zasnovanu na proizvodima. Poduzeće ne može ostvarivati troškovnu prednost jer nije u mogućnosti proizvoditi proizvode po nižim troškovima, odnosno nuditi kupcima proizvode niže cijene od konkurentskih. Sve navedeno potvrđuje diferencijaciju kao najbolji odabir generičke strategije.

4.4.5. Analiza financijskih izvještaja i izračun financijskih pokazatelja

Za razumijevanje poslovanja poduzeća nužna je adekvatna informacijska podloga. Uvidom u financijske izvještaje, provođenjem vertikalne i horizontalne analize bilance i računa dobiti i gubitka, te analizom fundamentalnih činitelja vrijednosti poduzeća doći će se do informacija značajnih za razumijevanje financijske uspješnosti promatranog poduzeća što će dalje poslužiti prilikom identifikacije rizika, posebno pri izradi *pro forma* financijskih izvještaja. Analiza se temelji na financijskim izvještajima u razdoblju od 2015. do 2021. godine.

Analiza bilance

Vertikalna analiza bilance

Najveći udio u aktivi kroz promatrano razdoblje ima dugotrajna imovina koja je 2019. godine činila 83% aktive, a na kraju razdoblja malo manje od 80%. Veliki udio dugotrajne imovine u aktivi je tipičan za proizvodna poduzeća, pa je tako stavka nekretnine, postrojenja i oprema u 2019. godini skoro u potpunosti tvorila dugotrajnu imovinu. Stavka zemljište tvori 5% aktive, građevinski objekti oko 20%, a postrojenja i oprema više od 50%. Kratkotrajna imovina čini 20% aktive u cijelom promatranom razdoblju, osim u 2019. godini kada je udio kratkoročnih potraživanja pao s 13% početkom promatranog razdoblja na malo manje od 6%. Zalihe i sredstva namijenjena prodaji se kreću oko 9% ukupne aktive. Udio kratkoročnih potraživanja od kupaca u zemlji se smanjio s 13% u 2015. godini na 7% u 2021. godini zbog otpisa sumnjivih i spornih potraživanja. Više od pola ukupnih potraživanja od kupaca čine kratkoročna potraživanja s prosječnim razdobljem naplate od 125 dana u 2020. godini. Zabilježen je i mali porast aktivnih vremenskih razgraničenja, jer je poduzeće unaprijed platilo kamate na dugoročne kredite koji su se u 2020. godini povećali za više od 2 milijuna KM. Povećanje obveza za kratkoročne kredite objašnjava nagli porast kratkotrajne imovine, odnosno povećanje novca u istoj godini. Kratkoročne obveze su se kretale u intervalu 8-13% pasive, s tim da je i njihov udio u pasivi vidno povećan u zadnje tri promatrane godine. Kratkoročne obveze poduzeća tvore obveze prema bankama za primljene kredite i obveze prema dobavljačima, te se poduzeće najčešće kratkoročno zadužuje kako bi platilo svoje obveze prema dobavljačima. Najveći udio u strukturi pasive odnosi se na kapital koji je u 2015. godini tvorilo 87% pasive i kroz promatrano razdoblje njegov udio u pasivi pao je za 14 postotnih poena, odnosno na 73%. Također je došlo i do pada u statutarim i ostalim rezervama zbog ukidanja Fonda za rizike koje je poduzeće stvorilo kako bi nadomjestilo gubitke likvidnih sredstava od otpisanih sumnjivih i spornih potraživanja. Fond je ukinut u

2019. godini zbog nedostatka novčanih sredstava. Dugoročne obveze, najvećim dijelom dugoročni krediti, naglo su se povećale u 2020. godini s 4% na 9% pasive u promatranom razdoblju, jer se poduzeće u 2020. godini zadužilo kako bi kupilo novi stroj i opremu za pakiranje proizvoda u plastičnu PET ambalažu. U 2021. godini vidljivo je smanjenje dugoročnih obveza na 7,6%. Kreditori poduzeća su najvećim dijelom banke te 22% ukupne dugotrajne materijalne imovine služi kao kolateral za primljene kredite.

Horizontalna analiza bilance

Kroz promatrano razdoblje i aktiva i pasiva su fluktuirale bez značajnijih promjena. Do rasta dugotrajne imovine u drugoj godini došlo je najviše zbog kupovine novih postrojenja i opreme, koja su u promatranom razdoblju stavljena i u upotrebu. Bihaćka pivovara je 2016. godine odlučila prodati svoj udio u kapitalu drugog poduzeća pa je zato došlo da pada u dugoročnim financijskim plasmanima za više od 60%. U 2019. godini došlo je do povećanja dugoročne nematerijalne imovine kao rezultat povećanja kapitaliziranih ulaganja u razvoj, odnosno ulaganja u razvoj čiji se rezultati očekuju u periodu dužem od jednog poslovnog ciklusa. Najčešće su to istraživanja ili poboljšanje materijala, procesa i proizvoda. Kratkotrajna imovina se uglavnom smanjivala, ali je ipak blago porasla u zadnjoj godini. Stavka aktive koja je najviše fluktuirala bio je novac, jer se poduzeće zaduživalo kako bi moglo otplatiti obveze što objašnjava stalno povećavanje i smanjivanje novčanih sredstava. Velik dio kratkoročnih potraživanja se otpisao kao sumnjiva i sporna potraživanja koja više nije moguće naplatiti. Poduzeće nije raspolagalo s velikom količinom slobodnih novčanih sredstava pa je prestalo davati zajmove i pozajmice pravnim i fizičkim osobama. Broj gotovih proizvoda u promatranom razdoblju gotovo se udvostručio, što ukazuje na smanjen koeficijent obrtaja zaliha gotovih proizvoda. U pasivi poduzeća nisu zabilježene veće promjene. Stavke koje su se promijenile bile su statutarne i ostale rezerve zbog ukidanja Fonda za rizike kojim je poduzeće omogućavalo pokriće troškova otpisa nenaplativih potraživanja. Povećanje obveza za dugoročne kredite rezultat je ulaganja poduzeća u rast i razvoj procesa proizvodnje. Stavka zalihe i sredstva namijenjena prodaji su se u 2021. godini u odnosu na prethodnu smanjila za skoro 25% kao rezultat vraćanja gospodarstva na razine prije pandemije, odnosno rasta prodaje proizvoda. Također se povećala i proizvodnja u tijeku za skoro 42%. Povećani obujam proizvodnje objašnjava i porast obveza prema dobavljačima, kako domaćim tako i onima u inozemstvu. Nagli pad kategorije novac u banci i blagajni desio se zbog plaćanja kratkoročnih dijelova dugoročnih obveza, odnosno plaćanja kamata na dugoročne kredite.

Tablica 8 Skraćeni oblik bilance za razdoblje od 2015. do 2021. godine

u tisućama KM	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
DUGOTRAJNA IMOVINA	32.223	34.124	33.552	33.900	33.928	34.364	33.690
Nematerijalna imovina	64	43	39	12	96	73	81
Materijalna imovina	31.955	34.035	33.466	33.732	33.784	34.242	3.356
<i>Zemljište</i>	1.730	1.730	1.819	2.202	2.197	2.197	2.197
<i>Građevinski objekti</i>	9.946	9.628	9.318	8.947	8.551	8.226	7.805
<i>Postrojenja i oprema</i>	19.964	22.398	22.251	22.437	22.528	22.619	23.478
<i>Avansi i nekretnine, postrojenja i oprema u pripremi</i>	315	280	78	145	508	618	81
Dugotrajna financijska imovina	128	46	46	46	49	49	49
KRATKOTRAJNA IMOVINA	9.743	10.205	9.414	8.296	6.747	8.732	7.900
Zalihe i sredstva namijenjena prodaji	3.699	4.025	3.898	4.007	3.851	3.707	4.364
Potraživanja	5.666	5.483	5.093	3.945	2.695	2.520	2.953
<i>Potraživanja od kupaca</i>	5.448	5.410	5.082	3.932	2.682	2.501	2.639
<i>Ostala potraživanja</i>	219	12	11	13	14	19	314
Kratkotrajna financijska imovina	266	73	0	0	0	0	0
Novac u banci i blagajni	49	80	8	58	11	1.872	6
AKTIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	63	506	411	287	188	632	578
UKUPNO AKTIVA	41.966	44.329	42.965	42.285	40.675	43.096	41.591
KAPITAL I REZERVE	36.545	34.985	34.109	32.888	31.858	31.267	31.278
Temeljni (upisani) kapital	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454
Zakonske rezerve	6.367	6.367	6.367	6.367	6.367	6.367	5.813
Statutarne i druge rezerve	1.997	1.659	1.429	488	0	0	0
Zadržana dobit	2.727	1.505	859	579	37	37	0
Gubitak do visine kapitala	0	0	0	0	0	592	0
DUGOROČNE OBVEZE	798	3.330	2.857	2.373	1.525	3.864	3.291
Dugoročni krediti	798	3.330	2.857	2.357	1.517	3.856	3.256
Ostale dugoročne obveze	0	0	0	16	8	8	35
ODGOĐENE POREZNE OBVEZE	1.144	1.270	1.367	1.456	1.141	1.141	1.078
KRATKOROČNE OBVEZE	3.426	4.346	4.353	3.699	4.559	4.948	5.601
Kratkoročne financijske obveze	2.164	3.056	2.989	2.103	3.303	3.880	3.842
<i>Kratkoročni krediti</i>	1.760	2.224	2.072	976	2.158	2.758	2.840
<i>Kratkoročni dio dugoročnih obveza</i>	404	833	916	1.126	1.146	1.122	926
Obveze iz poslovanja	737	865	798	1.017	726	491	1.185
<i>Primljeni avansi, depoziti i kaucije</i>	1	0	0	0	2	1	0
<i>Dobavljači u zemlji</i>	366	476	507	624	360	309	571
<i>Dobavljači u inozemstvu</i>	370	388	290	392	364	181	614
Obveze po osnovu plaća, naknada i ostalih primanja zaposlenih	103	93	92	77	80	168	165
<i>Obveze po osnovu plaća i naknada plaća</i>	70	76	76	75	80	166	162
<i>Obveze za ostala primanja zaposlenih</i>	33	16	16	2	0	0	0
Ostale obveze	197	197	216	218	220	197	197
Obveze za PDV	101	0	124	110	86	29	87
Obveze za ostale poreze i drugo	124	135	135	175	144	101	125
PASIVNA VREMENSKA RAZGRANIČENJA	53	399	279	1.870	1.591	1.958	343
UKUPNO PASIVA	41.966	44.329	42.965	42.285	40.675	43.096	41.591

Izvor: Izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja poduzeća

Analiza računa dobiti i gubitka

Vertikalna analiza računa dobiti i gubitka

Najznačajniji izvor prihoda Bihačke pivovare jesu poslovni prihodi. Poslovne prihode skoro u potpunosti čine prihodi od prodaje koji su na početku promatranog razdoblja iznosili 9,7 milijuna KM, a na kraju razdoblja 7,6 milijuna KM. Poslovni rashodi su pratili pad prihoda, ali po većoj stopi. Tako su poslovni rashodi u 2020. godini iznosili 7,8 milijuna KM, za skoro 600 000 KM više od poslovnih prihoda, odnosno poduzeće je ostvarilo gubitak u toj godini. Unutar kategorije poslovni rashodi, najznačajnije stavke su materijalni troškovi koji čine oko 46% ukupnih poslovnih rashoda, troškovi osoblja oko 26%, te amortizacija oko 10% što je karakteristično za proizvođača poduzeća. Financijski prihodi su vrlo mali izvor financiranja poduzeća, čineći manje od 1% ukupnih prihoda. Financijski rashodi također imaju udio manji od 1% u ukupnim rashodima. Ipak, u 2017. godini zabilježen je rast i financijskih prihoda i financijskih rashoda koji su tad tvorili oko 3% ukupnih prihoda i ukupnih rashoda. Važno je naglasiti da su financijski rashodi najčešće u vidu kamata za primljene kredite. Kao što je rečeno, poduzeće je poslovalo s dobitkom četiri godine kada su ukupni rashodi poduzeća u prosjeku činili 97% ukupnih prihoda, ali je u 2020. godini kao posljedica pada ekonomske aktivnosti ostvaren gubitak od 592 000 KM kada su ukupni prihodi mogli pokriti samo 93% ukupnih rashoda.

Horizontalna analiza računa dobiti i gubitka

Horizontalnom analizom utvrđuje se pad poslovnih prihoda koji su u zadnjoj godini pali za 22% uslijed smanjenja obujma prodaje. Kao posljedica pandemije koronavirusa i zabrana i ograničenja koja su uslijedila, došlo je do smanjenja svi poslovnih rashoda, osim rashoda od vrijednosnog usklađivanja učinaka koji su se povećali zbog nemogućnosti prodaje gotovih proizvoda. Zabilježeno je i smanjenje troška amortizacije zbog prestanka priznavanja opreme i građevinskog objekta. Nadalje, financijski rashodi, točnije rashodi od kamata povećali su se za 21% u promatranom razdoblju. Financijski prihodi naglo su se povećali u drugoj godini kao rezultat prodaje vrijednosnih papira drugog poduzeća. Ukupni prihodi su se smanjili za oko 22%, a ukupni rashodi smanjili su se za 13%. Veća stopa pada poslovnih prihoda uzrokovala je negativan poslovan rezultat u posljednjoj godini.

Tablica 9 Skraćeni oblik računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2015. do 2021. godine

u tisućama KM	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
POSLOVNI PRIHODI	9.725	9.502	10.030	9.575	9.686	7.566	8.857
Prihodi od prodaje	9.677	9.484	10.009	9.562	9.664	7.528	8.845
Ostali poslovni prihodi	48	18	21	13	22	39	13
POSLOVNI RASHODI	8.619	8.232	9.337	9.175	9.653	7.779	8.471
Materijalni troškovi	4.207	4.058	4.777	4.875	5.311	3.847	4.690
Troškovi osoblja	2.317	2.380	2.311	2.281	2.328	2.125	2.243
Troškovi proizvodnih usluga	640	652	872	765	877	633	578
Amortizacija	1.134	974	956	894	690	846	901
Ostali troškovi	278	391	359	329	376	188	280
Vrijednosno usklađivanje zaliha učinaka	44	-222	62	32	71	140	221
FINANCIJSKI PRIHODI	0	32	307	0	139	20	0
Kamate, tečajne razlike i slični prihodi	0	32	307	0	139	20	0
FINANCIJSKI RASHODI	177	156	218	199	152	168	229
Kamate, tečajne razlike i slični rashodi	128	156	218	199	152	168	229
UKUPNI PRIHODI	9.818	9.655	10.482	9.704	10.060	7.722	8.857
UKUPNI RASHODI	9.535	9.201	10.030	9.629	10.023	8.314	8.700
DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA	283	453	451	74	37	(592)	11
NETO DOBIT	139	327	354	74	37	(592)	11

Izvor: Izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja poduzeća

Analiza financijskih pokazatelja

Za ocjenu financijskog položaja i stabilnosti Bihačke pivovare provodi se analiza financijskih pokazatelja. Tablica 10 prikazuje dinamiku temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća od 2015. do 2021. godine.

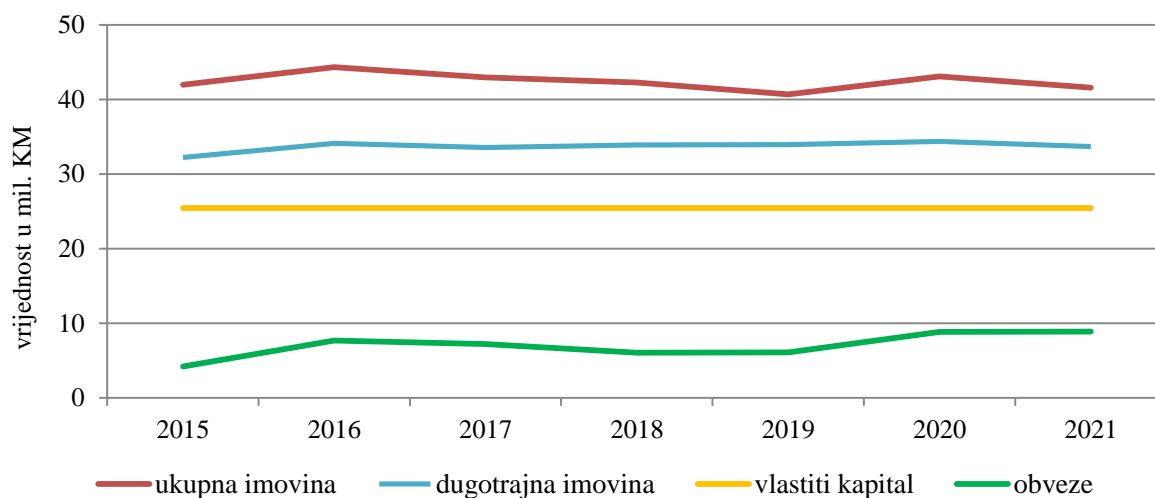
Tablica 10 Dinamika temeljnih poslovnih aktivnosti poduzeća Bihačka pivovara

u tisućama KM	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ukupna imovina	41.966	44.329	42.965	42.285	40.675	43.096	41.591
Dugotrajna imovina	32.223	34.124	33.552	33.900	33.928	34.364	31.278
Vlastiti kapital	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454	25.454
Obveze	4.224	7.676	7.210	6.072	6.084	8.869	8.892
Poslovni prihodi	9.725	9.502	10.030	9.575	9.686	7.566	8.857
Dobit prije poreza	283	453	451	74	37	(592)	11
Dobit nakon poreza	139	327	354	74	37	(592)	11

Izvor: Izračun autorice prema podacima iz financijskih izvještaja

Ukupna imovina poduzeća nije se značajno mijenjala kroz promatrano razdoblje što znači da nije bilo većih poslovnih ulaganja u proteklih sedam godina. Također, veliki udio, oko 80%, dugotrajne imovine u ukupnoj imovini ukazuje na snažno korištenje operativne poluge. Stavka vlastiti kapital fiksna je kroz promatrano razdoblje, jer poduzeće nije vršilo nikakav čin dokapitalizacije. Obveze su s kroz promatrano razdoblje gotovo udvostručile, jer je većina aktivnosti poduzeća financirana zaduživanjem. Kretanje temeljnih veličina u tablici iznad, grafički je prikazano u grafovima u nastavku (Grafikon 6 i Grafikon 7).

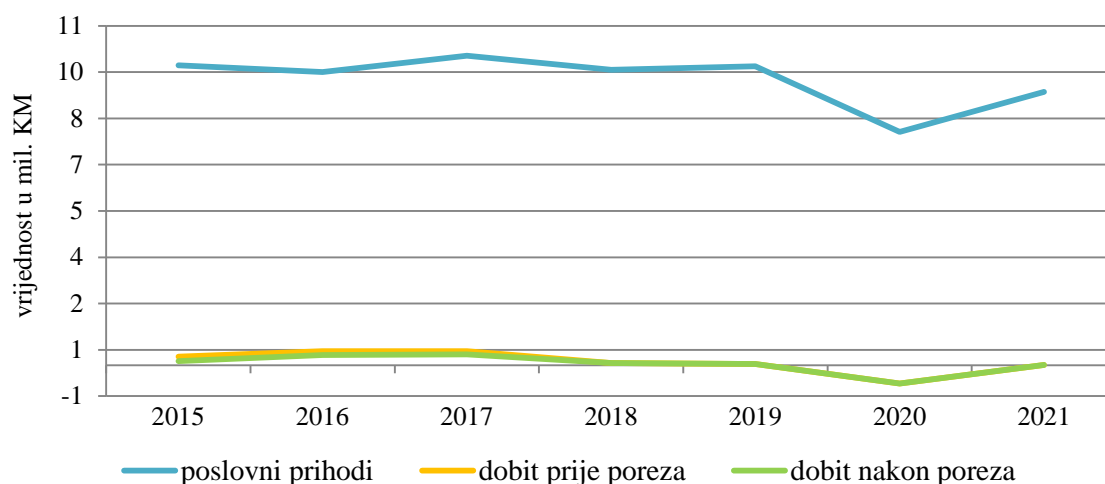
Grafikon 6 Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Bihačka pivovara



Izvor: Izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja

Na grafu ispod vidljivo je da poduzeće u promatranih pet godina nije ostvarivalo veliku dobit. Poslovni prihodi su se smanjili u zadnjih sedam godina, što je uz manju stopu smanjenja rashoda rezultiralo negativnim poslovnim rezultatom. Kako se neto dobit smanjivala iz godine u godinu, uočljivo je stapanje dvije veličine na grafu – bruto dobit i neto dobit. Gubitak se ne oporezuje stoga je došlo do potpunog preklapanja navedene dvije veličine.

Grafikon 7 Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Bihacka pivovara



Izvor: Izrada autorice prema podacima iz financijskih izvještaja

Pokazatelji poluge

Tablica 11 Pokazatelji poluge u razdoblju od 2015. do 2021. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stupanj zaduženosti	0,13	0,21	0,21	0,22	0,22	0,28	0,25
Koeficijent vlastitog financiranja	0,87	0,79	0,79	0,78	0,78	0,73	0,75
Odnos duga i glavnice	0,15	0,26	0,25	0,23	0,23	0,32	0,32
Pokriće troškova kamata	2,21	2,91	2,07	0,37	0,25	-3,51	1,98
Stupanj pokrića I	0,79	0,75	0,76	0,75	0,75	0,74	0,76
Stupanj pokrića II	0,81	0,84	0,84	0,82	0,80	0,85	0,85

Izvor: Izračun autorice prema financijskim izvještajima poduzeća Bihacka pivovara

Tablica 11 prikazuje analizu poluge poduzeća pomoću relevantnih pokazatelja. U 2021. godini 75% ukupne imovine se financiralo iz vlastitih izvora, a 25% iz tuđih izvora. Odnos duga i glavnice u promatranom razdoblju je porastao s 0,15 na 0,32. Porast ovog pokazatelja upućuje na to da poduzeće financira svoju imovinu sve više iz tuđih izvora, što je vidljivo i u povećanju stupnja zaduženosti s 13% na 25%. Ovo povećanje poluge povećava troškove, točnije troškove kamata koje poduzeće mora platiti za primljene kredite. Vrijednost pokazatelja pokriće kamata drastično se smanjila u promatranom razdoblju, pa je u 2020. godini vrijednost pala ispod nule što znači da poduzeće nije bilo u mogućnosti pokriti rashode od kamata iz zarada prije kamata i poreza, što je razlog negativnog poslovanja u toj godini. Dugotrajna imovina poduzeća pokrivena je 0,76 puta vlastitim kapitalom, odnosno 85% dugotrajne imovine financirano je vlastitim kapitalom i dugoročnim obvezama.

Pokazatelji likvidnosti

Tablica 12 Pokazatelji likvidnosti u razdoblju od 2015. do 2021. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koeficijent tekuće likvidnosti (tekući omjer)	2,83	2,23	2,07	2,17	1,44	1,64	1,31
Koeficijent ubrzane likvidnosti (brzi omjer)	1,75	1,31	1,17	1,08	0,59	0,89	0,53
Koeficijent trenutne likvidnosti (novčani omjer)	0,09	0,04	0,002	0,02	0,003	0,38	0,001
Koeficijent financijske stabilnosti	0,86	0,89	0,91	0,96	1,02	0,98	0,97
Radni kapital (u mil. KM)	6,25	5,35	4,65	4,31	1,99	3,15	1,72

Izvor: Izračun autorice prema financijskim izvještajima poduzeća Bihaćka pivovara

Tablica 12 prikazuje izračunate pokazatelje likvidnosti. Koeficijent tekuće likvidnosti pokazuje koliko se kratkotrajne imovine financira iz kratkoročnih izvora. Ako poduzeće želi održavati tekuću likvidnost i izbjeći situaciju nepravodobnog plaćanja obveza onda na raspolaganju mora imati minimalno dvostruko više kratkotrajne imovine nego kratkoročnih obveza. To znači da se dio kratkotrajne imovine mora financirati iz kvalitetnih dugoročnih izvora, točnije radnog kapitala. Radni kapital pokazuje koliko je kratkotrajne imovine financirano iz kvalitetnih dugoročnih izvora. U prvoj godini kratkoročne obveze bile su pokrivene 2,83 puta kratkotrajnom imovinom, odnosno 1,75 puta tekućom imovinom bez zaliha. U zadnjoj promatranoj godini kratkoročne obveze bile su pokrivene 1,31 puta kratkotrajnom imovinom, a 0,53 puta tekućom imovinom bez zaliha. Zaključuje se da se sve više kratkotrajne imovine financira iz kratkotrajnih izvora što rezultira smanjenjem likvidnosti Bihaćke pivovare. Pad likvidnosti i opće financijske stabilnosti ogleđa se i u oštrom padu radnog kapitala, kao i u padu vrijednosti koeficijenta ubrzane likvidnosti ispod granične vrijednosti. Vrijednost ovog koeficijenta u zadnje dvije godine pala je ispod 1 što znači da Bihaćka pivovara ima manje brzo unovčive imovine nego što ima kratkoročnih obveza. Kratkotrajnu imovinu poduzeća većinom čine zalihe i potraživanja. Značajan otpis spornih potraživanja u 2019. godini za posljedicu je imao smanjenje kratkotrajne imovine, kao i nagli pad brzog omjera na 0,59. Vrijednost je nešto veća u 2020. godini zbog priljeva gotovine uslijed zaduživanja poduzeća kod banaka što je uzrokovalo i rast vrijednosti koeficijenta trenutne likvidnosti. Brzi omjer bio je najniži u zadnjoj promatranoj godini kao smanjenje novčanih sredstava uslijed podmirivanja obveza prema dobavljačima i vjerovnicima, ali i povećanja zaliha i sredstava namijenjenih prodaji kao rezultat blagog jačanja ekonomske aktivnosti. Koeficijent financijske stabilnosti predstavlja omjer dugotrajne imovine i kapitala uvećanog za dugoročne obveze. U promatranom razdoblju u gotovo svim godinama poduzeće je financiralo svu dugotrajnu i dio kratkotrajne imovine iz kvalitetnih dugoročnih izvora.

Međutim u 2019. godini vidi se nagli porast koeficijenta kao i naglo smanjenje radnog kapitala, jer je poduzeće u toj godini gotovo svu kratkotrajnu imovinu financiralo iz kratkoročnih izvora, uslijed povećanja kratkoročnih obveza, a smanjenja dugoročnih obveza.

Pokazatelji aktivnosti

Tablica 13 Pokazatelji aktivnosti u razdoblju od 2015. do 2021. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Koeficijent obrtaja potraživanja	1,71	1,73	1,97	2,42	3,59	2,99	2,99
Vrijeme naplate potraživanja	214	211	186	151	102	122	122
Koeficijent obrtaja zaliha	2,33	2,05	2,40	2,29	2,51	2,10	1,93
Vrijeme obrtaja zaliha	157	178	152	159	146	174	191
Koeficijent obrtaja obveza prema dobavljačima	23,90	21,79	12,58	9,42	13,38	15,45	7,48
Vrijeme obrtaja obveza prema dobavljačima	15	17	29	39	27	24	49
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	0,23	0,22	0,24	0,23	0,25	0,18	0,21

Izvor: Izračun autorice prema financijskim izvještajima poduzeća Bihacka pivovara

U Tablici 13 dan je pregled vrijednosti pokazatelja aktivnosti poduzeća. Ovi pokazatelji upućuju na brzinu cirkulacije u poslovanju, odnosno prikazuju koliko efikasno poduzeće upotrebljava svoje resurse. Koeficijent obrtaja potraživanja s vremenom raste, a kao rezultat toga prosječno vrijeme naplate potraživanja se smanjuje s 214 dana na početku razdoblja na 122 dana u posljednjoj godini. To znači da su se potraživanja u prosjeku naplaćivala svaki 122. dan u zadnjoj promatranoj godini. Gotovo 68% potraživanja od kupaca ima dospijeće do dva mjeseca, dok preostali dio potraživanja od kupaca čine potraživanja s dospijećem preko jedne godine. Za najznačajnija potraživanja poduzeće obezbjeđuje hipoteke od kupaca i druge instrumente obezbjeđenja potraživanja. Koeficijent obrtaja zaliha se u posljednjoj promatranoj godini smanjio, što je vidljivo i u povećanju prosječnog vremena obrtaja zaliha. Odnosno, zalihe se prodaju u sve dužem razdoblju što znači da je obrtaj zaliha sve manji, što je upravo i rezultiralo poslovnim rashodima koji su bili veći od poslovnih prihoda. Vrijednost koeficijenta obrtaja obveza prema dobavljačima je na visokim razinama te je zabilježen pad u promatranom razdoblju s 23,9 na 7,48 te je poduzeću u prosjeku trebalo 49 dana da podmiri svoje obveze u 2021. godini. Iako je koeficijent obrtaja ukupne imovine već na niskim razinama, odnosno nižim od vrijednosti koeficijenta za proizvodna poduzeća, u 2020. godini došlo je do dodatnog smanjenja kada je poduzeće u prosjeku ostvarilo 0,18 KM prihoda na jednu KM ukupne imovine, a u zadnjoj promatranoj godini 0,21 KM na jednu KM ukupne imovine.

Pokazatelji profitabilnosti

Tablica 14 Pokazatelji profitabilnosti za razdoblje od 2015. do 2021. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bruto profitna marža	4,68%	5,98%	3,47%	2,82%	0,50%	-5,57%	2,71%
Neto profitna marža	3,21%	4,67%	2,54%	2,82%	0,50%	-5,75%	2,71%
ROA	0,33%	0,74%	0,82%	0,18%	0,09%	-1,37%	0,03%
ROE	0,55%	1,29%	1,39%	0,29%	0,15%	-2,32%	0,04%
EBITDA marža	23,14%	23,66%	16,48%	13,54%	7,49%	8,41%	14,56%

Izvor: Izračun autorice prema financijskim izvještajima poduzeća Bihaćka pivovara

U Tablici 14 prikazani su pokazatelji profitabilnosti koji su veoma važni za vlasnike, jer prikazuju sveukupnu učinkovitost poslovanja poduzeća. Promatrajući pokazatelje profitabilnosti u 2020. godini, vidljivo je da je poduzeće ostvarilo negativan rezultat. Uspoređivanjem bruto i neto profitne marže pruža se uvid u porezno opterećenje na ukupni prihod. U prve tri promatrane godine, kada je Bihaćka pivovara ostvarivala veću dobit, vidljiva je i razlika između ta dva pokazatelja koja potom nestaje u zadnje tri godine, upravo za veličinu obveze za porez na dobit koja nije plaćena. Prinos na imovinu (ROA), kao i prinos na vlastiti kapital (ROE) pratili su trend smanjivanja i također u 2020. godini ostvarili negativnu vrijednost. Smanjenje prinosa na imovinu znači da poduzeće generira sve manju dobit s imovinom koju posjeduje, a nizak prinos na glavnici ukazuje na nemogućnost ostvarenja dva osnovna cilja - povećanje bogatstva vlasnika i ostvarivanje profita. S ostvarenjem dobiti u 2021. godini prinos na imovinu i prinos na vlastiti kapital ostvarili su ponovno pozitivnu vrijednost koja je ipak manja od vrijednosti u prvih pet promatranih godina. Pad EBITDA marže u 2020. godini potvrđuje financijske poteškoće poduzeća. Veliko smanjenje EBITDA marže u 2017. godini rezultat je naglog povećanja materijalnih troškova koje je uzrokovalo povećanje poslovnih rashoda te smanjenje operativne dobiti. Povećanje EBITDA marže u zadnjoj promatranoj godini rezultat je povećanja zarada prije kamata i poreza u odnosu na tri prethodne godine.

Pokazatelji investiranja

Tablica 15 Pokazatelji investiranja u razdoblju od 2015. do 2021. godine

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zarade po dionici (EPS)	0,05	0,13	0,14	0,03	0,01	-0,23	0,004
Cijena po dionici (PPS)	8,10	8,50	6,37	6,20	5,95	5,36	5,05
Prinos od dividendi	-	-	-0,03	-0,02	-	-	-
Odnos cijene i zarada (P/E)	148,47	66,07	45,80	212,93	404,20	-23,06	1163,06
Dividenda po dionici (DPS)	0,61	0	0,14	0,09	0	0	0
Knjigovodstvena vrijednost po dionici	10	10	10	10	10	10	10

Izvor: Izračun autorice prema financijskim izvještajima poduzeća Bihaćka pivovara

Tablica 15 prikazuje pokazatelje investiranja koji mjere uspješnost ulaganja u obične dionice. Zarade po dionici su se kroz promatrano razdoblje zadržavale na niskim razinama jer poduzeće nije ostvarivalo veliku dobit te se nije trgovalo dionicama poduzeća. Upravo zbog negativnog poslovnog rezultata i zarade po dionici su negativne vrijednosti u 2020. godini. Knjigovodstvena vrijednost dionice bila je 10 KM kroz svih sedam godina, dok se tržišna vrijednost kretala na manjoj razini te je u zadnjoj godini iznosila 5,05 KM. Odnos cijene i zarada najbolji je bio u 2017. godini kada je poduzeće ostvarilo najveću dobit. Visoki odnos cijene i zarada rezultat je smanjenja neto dobiti u zadnjoj promatranoj godini u odnosu na prvih pet promatranih godina. Smanjenje dividende po dionici pratilo je smanjenje cijene dionice na tržištu. Ponderirani prosječni broj dionica u svim promatranim godinama je bio jednak i iznosio je 2.545.370 dionica.

4.4.6. SWOT analiza

Tablica 16 SWOT analiza Bihačke pivovare

SNAGE	SLABOSTI
<ul style="list-style-type: none"> • Nagrađivana proizvodnja piva po češkoj recepturi • Diverzificirana ponuda proizvoda • Vlastiti izvor čiste prirodne izvorske vode čija je kvaliteta potvrđena mnogobrojnim certifikatima • Ekopak (odgovorno gospodarenje otpadom) • Trajna okolišna dozvola • Kvaliteta proizvoda i proizvodnog procesa • Rast segmenta voda i aromatizirana voda • Strategija diferencijacije zasnovana na kvaliteti proizvoda • Širenje prodaje aromatizirane vode Lipa Flavour na nova tržišta u regiji (Srbija, Crna Gora, Makedonija, Albanija) 	<ul style="list-style-type: none"> • Problem likvidnosti • Visoki troškovi poslovanja • Problemi s naplatom potraživanja • Problemi s podmirivanjem obveza prema dobavljačima • Velika ovisnost o ključnom proizvodu
PRILIKE	PRIJETNJE
<ul style="list-style-type: none"> • Visoke ulazne barijere u industriji • Stvaranje strateškog saveza s poduzećima u Turskoj za proizvodnju i prodaju bezalkoholnog segmenta • Smanjenje kapaciteta i rebranding Bihačke pivovare kao proizvođača <i>craft</i> piva • Ukidanje alkoholnog segmenta i rebranding Bihačke pivovare kao tvornice za proizvodnju bezalkoholnih pića 	<ul style="list-style-type: none"> • Rast cijena sirovina i materijala, te kamatnih stopa kao posljedica inflacije • Povećanje stope PDV-a na pivo • Povećanje trošarina na gorivo (povećanje materijalnih troškova) • Česte promjene regulativa i zakona na državnoj, ali i federalnoj razini • Prevlast stranih poduzeća • Jačanje intenziteta suparništva u strateškoj grupi • Pad osobne potrošnje • Snažna internacionalna konkurencija • Troškovno vodstvo konkurencije • Politička nestabilnost države • Sezonalnost poslovanja

Izvor: Izrada autorice.

4.5. Izračun sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća Bihaćka pivovara

Procjena vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih novčanih tokova (DCF metoda, eng. *discounted cash flow method*) temelji na prognozama očekivanih slobodnih novčanih tokova koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost. Slobodni novčani tokovi nisu eksplicitno objavljeni u financijskim izvještajima, već se moraju izračunati na temelju dostupnih podataka. Nisu objavljeni jer se čitav novčani tok iz operativnih aktivnosti ne može podijeliti vlasnicima, jer da bi *going-concern*, odnosno koncept vremenski neograničenog kontinuiteta bio moguć, poduzeće mora ulagati u fiksnu imovinu i obrtni kapital.⁹⁰ Komponente vrijednosti u modelu procjene vrijednosti metodom diskontiranih novčanih tokova su slobodni novčani tokovi ostvareni u razdoblju projekcije i rezidualna vrijednost, diskontirani na sadašnju vrijednost. Prvi korak modela diskontiranih novčanih tokova jeste simulacija kretanja budućih novčanih tokova poduzeća, odnosno izrada *pro forma* financijskih izvještaja. Simulacija se temelji na podacima poslovanja poduzeća Bihaćka pivovara u razdoblju od 2015. godine do 2021. godine.

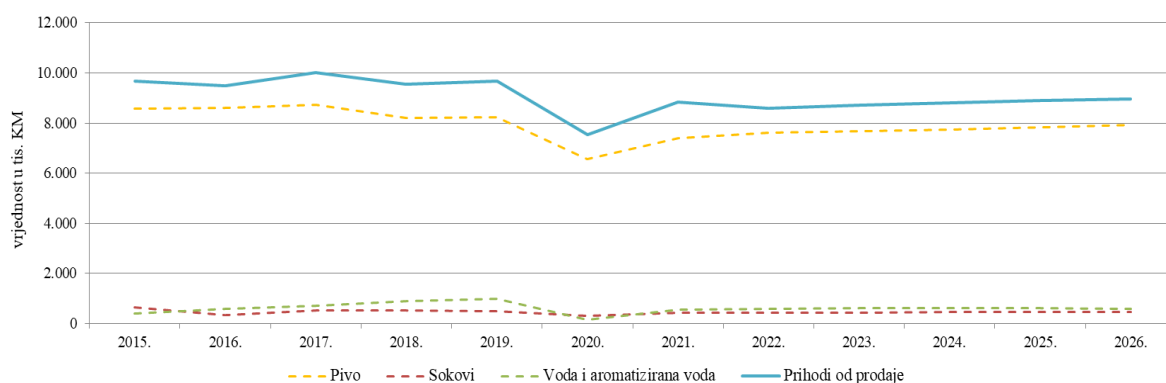
4.5.3. Izrada *pro forma* financijskih izvještaja

Izrada plana prihoda od prodaje

Izrada *pro forma* financijskih izvještaja započet će se s prognoziranjem budućih prihoda od prodaje. Projekcija prihoda od prodaje izvedena je kao prosjek udjela prodaje svakog segmenta u ukupnim prihodima od prodaje. Ukupni prihodi poduzeća snažno su pogođeni posljedicama gospodarskog pada u 2020. godini kada su se smanjili za 22%, no popuštanjem mjera vezanih uz COVID-19 i oporavkom cjelokupnog gospodarstva u 2021. godini vidljiv je porast u odnosu na prethodnu godinu, te se u projiciranom razdoblju očekuje manji rast. Prihodi od prodaje malo će se povećati u projiciranom razdoblju, ali se ne očekuje da će se vratiti na razine kao u prvih pet promatranih godina, ponajviše kao posljedica gubitka tržišnog udjela Bihaćke pivovare zbog prevelike konkurencije na bosanskohercegovačkom tržištu. Kretanje prihoda od prodaje prikazano je na grafikonu u nastavku (Grafikon 8).

⁹⁰ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, str. 114.

Grafikon 8 Povijesno i prognozirano kretanje prihoda od prodaje Bihačke pivovare



Izvor: Izrada autorice

Bihaćka pivovara proizvodi i prodaje tri vrste proizvoda, od kojih najveće prihode ostvaruje prodajom piva sa skoro 84% udjela u ukupnim prihodima, stoga se očekuje da će se udio prodaje piva u ukupnim prihodima biti fiksna i na razini od 84,93% u promatranom razdoblju. On je izračunat kao prosječno kretanje udjela prodaje piva u prihodima od prodaje. Prihodi od prodaje sokova su također prognozirani uz pretpostavku da će se udio prihoda od prodaje sokova zadržati na razini prosječnog udjela iz promatranog razdoblja. Zabilježen je značajan rast udjela prihoda od prodaje vode i aromatizirane vode u ukupnim prihodima od prodaje, stoga će godišnji udio tog segmenta predstavljati prosječni udio prijašnjih godina. Očekuje se da će prihodi od prodaje činiti nešto više od 6% ukupnih prihoda u projiciranom razdoblju. Kretanje prihoda od prodaje u promatranom i prognoziranom razdoblju prikazan je u Tablici 17.

Tablica 17 Plan prihoda od prodaje po segmentima za razdoblje od 2022. do 2026. godine

u tis. KM	POVIJESNI PODACI							PROJEKCIJE				
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Pivo	8.585	8.599	8.724	8.201	8.225	6.556	7.405	7.598	7.675	7.752	7.830	7.909
<i>Kao % ukupnih prihoda (%)</i>	87,44%	89,06%	83,23%	84,52%	81,76%	84,90%	83,60%	84,93%	84,93%	84,93%	84,93%	84,93%
<i>% promjena</i>	-	0,16%	1,46%	-5,99%	0,29%	-20,30%	12,95%	2,61%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
Sokovi	649	347	512	522	503	299	424	436	441	445	449	454
<i>Kao % ukupnih prihoda (%)</i>	6,61%	3,59%	4,88%	5,38%	5,00%	3,87%	4,79%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%	4,88%
<i>% promjena</i>	-	-46,55%	47,59%	2,02%	-3,72%	-40,50%	41,66%	2,92%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%
Voda i aromatizirana voda	402	590	692	879	983	154	563	569	597	609	617	591
<i>Kao % ukupnih prihoda (%)</i>	4,10%	6,11%	6,60%	9,06%	9,77%	1,99%	6,35%	6,35%	6,61%	6,68%	6,69%	6,35%
<i>% promjena</i>	-	46,63%	17,19%	27,13%	11,83%	-84,35%	265,71%	1,01%	5,01%	2,09%	1,18%	-4,11%
Prihodi od prodaje	9.677	9.484	10.009	9.562	9.664	7.528	8.845	8.603	8.712	8.807	8.896	8.954
<i>Kao % prihoda (%)</i>	98,57%	98,23%	95,49%	98,54%	96,06%	97,48%	99,86%	96,16%	96,41%	96,48%	96,49%	96,16%
<i>% promjena</i>	-	-2,00%	5,54%	-4,46%	1,06%	-22,11%	17,50%	-2,73%	1,27%	1,08%	1,02%	0,65%

Izvor: Izrada autorice

Izrada *pro forma* Računa dobiti i gubitka

U nastavku je prikazana projekcija Računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2022. do 2026. godine metodom prosječnog udjela kategorija u prihodima od prodaje. Prethodno je prikazan detaljan pregled kretanja prihoda od prodaje koji čini nešto više od 99% poslovnih prihoda. Ostatak poslovnih prihoda čine ostali poslovni prihodi. Zbog njihovog zanemarivog udjela u poslovnim prihodima, ali i činjenice da oni nisu nužno povezani s razinom prodaje⁹¹, očekuje se da će njihov udio u poslovnim prihodima ostati fiksni i na razini iz 2021. godine u prognoziranom razdoblju. Poslovne rashode najvećim dijelom tvore materijalni troškovi, troškovi osoblja, te trošak amortizacije zbog velike količine dugotrajne imovine, te su projicirani kao prosječna vrijednost udjela u prihodima od prodaje u promatranom razdoblju, izuzev troška amortizacije koji se računa kao umnožak udjela prosječnog petogodišnjeg postotka materijalne imovine i materijalne imovine u prethodnoj godini uvećanu za kapitalna ulaganja tekuće godine. Troškovi proizvodnih usluga čine usluge prijevoza, usluge održavanja, usluge za izradu učinaka, promocija i istraživanja. Očekuje se da će poduzeće manje ulagati u promociju trenutnih proizvoda i usluga kao i u istraživanje za nove proizvode zbog velike stope inflacije, ali i zbog otežanog poslovanja. U posljednje dvije projicirane godine očekuju se manje stope inflacije pa zbog toga i blagi porast u troškovima proizvodnih usluga. Ostali poslovni rashodi temelje se na prosječnom udjelu poslovnih prihoda jer je stavka ostali poslovni prihodi uvrštena u njen izračun. Poslovni prihodi i poslovni rashodi se zadržavaju na gotovo jednakoj razini u prognoziranom razdoblju, što je vidljivo i u operativnoj dobiti koja neće bilježiti značajna povećanja ni smanjenja u budućim razdobljima. Ipak se prognozira manja operativna dobit koja neće dosegnuti razine kao u prve tri promatrane godine. Financijski prihodi izračunati su kao umnožak nerizične kamatne stope prema prosječnom prinosu do dospelja na državne obveznice izdane od 2017. do 2022. godine s dospeljem od 10 ili 12 godina oznaka FBH5O119, FBH10O19, FBH15O20, FBH7O221 i FBH10O222 u iznosu od 1,69%, uvećan za razinu inflacije od 11%⁹², te kratkoročne i dugoročne financijske imovine ostvarene u prethodnoj godini. Financijski rashodi iz istog razdoblja jednaki su umnošku prosječnog ponderiranog troška duga na primljene kredite iz prethodne godine od 4% i kratkoročnih i dugoročnih financijskih obveza predstavljenih kroz stavke kratkoročni i dugoročni krediti u bilanci. Stopa poreza na dobit

⁹¹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), nav. dj., str. 186.

⁹² CBBiH (2022.), Inflacija za prvo polugodište 11%, usporavanje krajem godine, preuzeto 9. rujna 2022. s <https://www.cbbh.ba/press/ShowNews/1454>

prema Članku 31. Zakona poreza na dobit iznosi 10%.⁹³ Federacija Bosne i Hercegovine pravnim osobama pruža porezne poticaje u vidu mogućnosti odlaganja poreznih obveza, posebice poreza na dobit.⁹⁴ Odložene porezne obveze Bihačke pivovare proistekle su iz razlike porezno dopustive metode linearnog obračuna amortizacije i primijenjene funkcionalne metode amortizacije za postrojenje i opremu u proizvodnji. Obveza plaćanja poreza na dobit nastat će kada poduzeće nadoknadi ukupnu knjigovodstvenu vrijednost navedene dugoročne imovine.⁹⁵ Iznos amortizacije se za svako razdoblje treba priznati kao rashod u računu dobiti ili gubitka, osim ako je iznos amortizacije uključen u knjigovodstveni iznos neke druge imovine. Osim računovodstvenih propisa, obračun amortizacije uređuju i porezni propisi i to Zakon o porezu na dobit i Pravilnik o primjeni Zakona poreza na dobit. Razlika u obračunu između iznosa amortizacije po računovodstvenim propisima i amortizacije po poreznim propisima, predstavlja privremenu poreznu razliku koja se u poslovnim knjigama pravne osobe iskazuju kao odložena porezna sredstva ili odložene porezne obveze.⁹⁶ Očekuje se nastavak odgađanja plaćanja obveza za porez na dobit u prognoziranom razdoblju. Kretanje najvažnijih stavki poslovanja i financijski položaj Bihačke pivovare prikazani su u Tablici 18.

⁹³ Zakon o porezu na dobit Federacije BiH, Službene novine br. 15/2016 i 15/2020. (2021.)

⁹⁴ Mašić, M. (2022.), Porezni poticaji u Federaciji BiH, *Računovodstvo i poslovne finansije*, <https://feb.ba/casopis-mart-2022/>.

⁹⁵ Bihačka pivovara (2022.), *Financijski izvještaj i izvještaj nezavisnog revizora za 2021. godinu*, str. 37.

⁹⁶ Budić, M. (2022.), Obračun amortizacije dugotrajne materijalne imovine, *Računovodstvo i poslovne finansije*, <https://feb.ba/casopis-mart-2022/>.

Tablica 18 Pro forma Računa dobiti i gubitka

u KM	POVIJESNI PODACI							PROJEKCIJE				
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Poslovni prihodi	9.725.277	9.501.536	10.029.612	9.575.155	9.686.381	7.566.205	8.857.403	8.615.679	8.725.037	8.819.201	8.908.912	8.966.931
Prihodi od prodaje	9.677.263	9.483.657	10.008.797	9.562.081	9.663.891	7.527.593	8.844.863	8.603.139	8.712.497	8.806.661	8.896.372	8.954.391
% promjena		-2,00%	5,54%	-4,46%	1,06%	-22,11%	17,50%	-2,73%	1,27%	1,08%	1,02%	0,65%
Ostali poslovni prihodi	48.014	17.879	20.815	13.074	22.490	38.612	12.540	12.540	12.540	12.540	12.540	12.540
% promjena		-62,76%	16,42%	-37,19%	72,02%	71,69%	-67,52%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poslovni rashodi	8.619.477	8.231.599	9.336.811	9.174.565	9.653.169	7.778.566	8.470.593	8.202.161	8.298.619	8.383.066	8.464.556	8.519.715
Materijalni troškovi	4.207.218	4.057.840	4.776.677	4.875.249	5.310.768	3.847.446	4.689.524	4.562.122	4.620.114	4.670.047	4.717.620	4.748.386
Kao % prihoda od prodaje (%)	43,48%	42,79%	47,72%	50,99%	54,95%	51,11%	53,02%	53,03%	53,03%	53,03%	53,03%	53,03%
% promjena		-3,55%	17,71%	2,06%	8,93%	-27,55%	21,89%	-2,72%	1,27%	1,08%	1,02%	0,65%
Troškovi osoblja	2.316.964	2.379.954	2.310.727	2.280.519	2.327.625	2.124.628	2.243.352	2.227.458	2.255.772	2.280.152	2.303.379	2.318.401
Kao % prihoda od prodaje (%)	23,94%	25,10%	23,09%	23,85%	24,09%	28,22%	25,36%	25,89%	25,89%	25,89%	25,89%	25,89%
% promjena		2,72%	-2,91%	-1,31%	2,07%	-8,72%	5,59%	-0,71%	1,27%	1,08%	1,02%	0,65%
Amortizacija	1.133.865	973.657	956.293	893.712	690.447	845.595	901.152	913.599	899.984	886.853	874.189	861.938
Kao % materijalne imovine (%)	3,55%	2,86%	2,86%	2,65%	2,04%	2,47%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%
Kao % prihoda od prodaje (%)	11,72%	10,27%	9,55%	9,35%	7,14%	11,23%	10,19%	10,62%	10,33%	10,07%	9,83%	9,63%
Troškovi proizvodnih usluga	639.598	651.625	872.041	764.903	877.421	632.650	577.918	498.982	522.750	546.013	569.368	590.990
Kao % prihoda od prodaje (%)	6,61%	6,87%	8,71%	8,00%	9,08%	8,40%	6,53%	5,80%	6,00%	6,20%	6,40%	6,60%
EBIT	1.105.800	1.269.937	692.801	400.590	33.212	-212.361	386.810	413.518	426.418	436.135	444.356	447.216
EBITDA	2.239.665	2.243.594	1.649.094	1.294.302	723.659	633.234	1.287.962	1.327.117	1.326.402	1.322.989	1.318.545	1.309.154
EBITDA marža	23,14%	23,66%	16,48%	13,54%	7,49%	8,41%	14,56%	15,43%	15,22%	15,02%	14,82%	14,62%
Financijski prihodi	71	32.191	306.743	31	139.334	20.468	10	6.208	12.406	18.603	24.801	30.999
Nerizična kamatna stopa								12,69%	12,69%	12,69%	12,69%	12,69%
Financijski rashodi	176.822	155.931	218.481	199.339	152.126	168.410	229.375	266.277	266.277	266.277	266.277	266.277
Prosječni ponderirani trošak duga								4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Neto financijski rezultat	-176.751	-123.740	88.262	-199.308	-12.792	-147.942	-229.365	-260.069	-253.872	-247.674	-241.476	-235.278
Ostali prihodi	92.038	97.165	114.871	124.807	23.141	110.322	72.446	72.446	72.446	72.446	72.446	72.446
Ostali rashodi	708.172	788.493	397.221	204.709	204.576	348.085	211.564	211.564	211.564	211.564	211.564	211.564
Ukupni prihodi	9.725.348	9.654.725	10.481.512	9.703.597	10.060.018	7.722.127	8.930.107	8.694.333	8.809.889	8.910.250	9.006.159	9.070.376
Ukupni rashodi	9.534.586	9.201.291	10.030.045	9.629.482	10.022.549	8.313.891	8.917.849	8.680.002	8.776.460	8.860.907	8.942.397	8.997.556
Dobit prije oporezivanja	190.762	453.434	451.467	74.115	37.469	-591.764	11.052	14.330	33.429	49.344	63.762	72.819
Porez na dobit	51.894	125.976	97.470	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dobit razdoblja	138.868	327.458	353.997	74.115	37.469	-591.764	11.052	14.330	33.429	49.344	63.762	72.819

Izvor: Izrada autorice

Izrada pro forme Balance

Stavke u bilanci usko su povezane sa stavkama računa dobiti i gubitka, jer promjene imovine i obveza ovise o poslovanju poduzeća, odnosno porastu ili smanjenju prihoda od prodaje. S obzirom na to da se ne očekuju velike oscilacije poslovnih prihoda, većina stavki bilance projicirat će se na temelju prosjeka vrijednosti iz budućnosti. Bihaćka pivovara je proizvodno poduzeće pa su nekretnine, postrojenja i oprema vrlo bitna stavka u ukupnoj imovini. Ne očekuje se značajan rast prihoda od prodaje, pa poduzeće nema potrebu za kupnjom novih postrojenja, opreme niti nekretnina te tako neće doći do velikog povećanja dugotrajne materijalne imovine. Financijsku i nematerijalnu imovinu nezahvalno je procjenjivati stoga se projiciraju po konstantnom apsolutnom i relativnom iznosu, odnosno udjelu u prihodima od prodaje. Stavke kratkotrajne imovine kretat će se po prosječnom udjelu u prihodima od prodaje uzimajući u obzir povijesne udjele u posljednje tri godine promatranog razdoblja, jer te godine predstavljaju najtočniju osnovu za prognoziranje budućeg razdoblja. Dokapitalizacija se ne očekuje ni u narednom periodu. Gubitak iz 2020. godine pokriven je iz

zadržane dobiti i zakonskih rezervi. Zadržana dobit projicirana je kao zbroj zadržane dobiti i neto dobiti iz prethodne godine, pri čemu je pretpostavljeno da poduzeće neće isplaćivati dividende u projiciranom razdoblju. Pretpostavlja se da će kratkoročna financijska imovina i kratkoročne financijske obveze tijekom projiciranog razdoblja biti jednake iznosu iste stavke iz prethodne godine uvećanom za eventualne dodatne kratkoročne investicije ili dodatni dug, ovisno o tome jesu li dodatna potrebna sredstva manja ili veća od nule. U prve tri projicirane godine pasiva je manja od aktive, odnosno dodatna potrebna sredstva su veća od nule, stoga se pretpostavlja da će poduzeće imati manjak sredstava koji se u bilanci prikazuje na strani pasive kao uvećanje kratkoročnih kredita. U posljednje dvije projicirane godine aktiva je manja od pasive, odnosno dodatna potrebna sredstva su manja od nule. Stoga se pretpostavlja da će poduzeće imati višak sredstava na raspolaganju, koji se u bilanci prikazuje na strani aktive kao uvećanje kratkoročne financijske imovine u obliku dodatnih kratkoročnih investicija.

Tablica 19 Pro forma Balance

u KM	POVIJESNI PODACI							PROJEKCIJE				
	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Dugotrajna imovina	32.222.774	34.124.461	33.551.518	33.900.474	33.928.412	34.364.353	33.690.213	33.555.834	33.068.961	32.599.144	32.145.616	31.705.704
Nematerijalna imovina	63.672	43.113	39.017	12.205	95.958	73.381	80.927	55.463	56.003	56.775	57.185	57.727
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	0,66%	0,45%	0,39%	0,13%	0,99%	0,97%	0,91%	0,64%	0,64%	0,64%	0,64%	0,64%
Materijalna imovina	31.954.864	34.035.017	33.466.170	33.732.093	33.783.614	34.242.132	33.560.446	33.049.189	32.556.662	32.081.669	31.623.536	31.180.367
Kapitalizirana ulaganja u razvoj	-	3.053.810	387.446	1.159.635	741.968	1.304.113	219.466	402.342	407.457	411.860	416.056	418.769
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	-	32,20%	3,87%	12,13%	7,68%	17,32%	2,48%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%
Potraživanja	76.663	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financijska imovina	127.575	46.331	46.331	46.331	48.840	48.840	48.840	48.840	48.840	48.840	48.840	48.840
Kratkotrajna imovina	9.743.324	10.205.035	9.413.566	8.296.395	6.746.549	8.731.565	7.900.434	8.608.008	8.710.084	8.797.977	8.881.714	8.935.868
Zalihe	3.699.032	4.024.504	3.897.781	4.006.692	3.851.272	3.707.415	4.364.045	3.970.150	4.020.616	4.064.071	4.105.470	4.132.245
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	38,22%	42,44%	38,94%	41,90%	39,85%	49,25%	49,34%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%	46,15%
Potraživanja	5.666.184	5.483.090	5.092.966	3.945.248	2.695.371	2.519.720	2.952.916	3.727.148	3.774.526	3.815.320	3.854.186	3.879.322
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	58,55%	57,82%	50,88%	41,26%	27,89%	33,47%	33,39%	43,32%	43,32%	43,32%	43,32%	43,32%
Financijska imovina	265.929	73.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Novac i novčani ekvivalenti	49.320	79.739	7.977	57.867	11.468	1.872.051	5.671	332.908	337.140	340.784	344.255	346.500
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	0,51%	0,84%	0,08%	0,61%	0,12%	24,87%	0,06%	3,87%	3,87%	3,87%	3,87%	3,87%
Aktivna vremenska razgraničenja	62.859	506.029	410.896	286.588	188.438	632.379	577.802	577.802	577.802	577.802	577.802	577.802
Ukupna aktiva	41.966.098	44.329.496	42.965.084	42.196.869	40.674.961	43.095.918	41.590.647	42.163.843	41.779.045	41.397.121	41.367.216	41.409.631
Kapital i rezerve	36.684.364	35.312.380	34.463.123	32.961.709	31.895.773	31.266.541	31.288.644	31.306.253	31.347.727	31.398.656	31.443.408	31.475.941
Temeljni kapital	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700	25.453.700
Zakonske rezerve	6.367.136	6.367.136	6.367.136	6.367.135	6.367.135	6.367.136	5.812.840	5.812.840	5.812.840	5.812.840	5.812.840	5.812.840
Statutarne i druge rezerve	1.997.190	1.659.157	1.429.365	487.715	-	-	-	-	-	-	-	-
Zadržana dobit	2.727.470	1.504.929	858.925	579.044	37.469	37.469	11.052	25.382	47.759	82.772	113.106	136.582
Dobit/gubitak poslovne godine	138.868	327.458	353.997	74.115	37.469	-591.764	11.052	14.330	33.429	49.344	63.762	72.819
Dugoročne obveze	798.019	3.329.677	2.856.646	2.372.548	1.525.238	3.864.069	3.291.176	4.369.480	4.369.480	4.369.480	4.369.480	4.369.480
Dugoročni krediti	798.019	3.329.677	2.856.646	2.356.948	1.517.238	3.856.069	3.256.376	4.369.480	4.369.480	4.369.480	4.369.480	4.369.480
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	8,25%	35,11%	28,54%	24,65%	15,70%	51,23%	36,82%	37,85%	37,38%	36,98%	36,60%	36,37%
Ostale dugoročne obveze	-	-	-	15.600	8.000	8.000	34.800	34.800	34.800	34.800	34.800	34.800
Odložene porezne obveze	1.143.898	1.269.874	1.367.342	1.455.552	1.140.967	1.140.967	1.078.304	1.078.304	1.078.304	1.078.304	1.078.304	1.078.304
Kratkoročne obveze	3.425.573	4.346.477	4.352.923	3.699.427	4.559.063	4.866.531	5.600.656	5.504.382	5.523.009	5.539.048	5.554.328	5.564.210
Kratkoročni krediti	1.759.691	2.223.573	2.072.240	976.165	2.157.579	2.757.517	2.839.795	2.839.795	2.839.795	2.839.795	2.839.795	2.839.795
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	18,18%	23,45%	20,70%	10,21%	22,33%	36,63%	32,11%	33,01%	32,59%	32,25%	31,92%	31,71%
Kratkoročne financijske obveze	2.163.832	3.056.433	2.988.643	2.102.575	3.303.267	3.879.754	3.842.265	3.842.265	3.842.265	3.842.265	3.842.265	3.842.265
Obveze prema dobavljačima	737.013	864.831	797.646	1.016.674	726.337	490.996	1.185.323	1.152.821	1.167.475	1.180.093	1.192.114	1.199.888
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	7,62%	9,12%	7,97%	10,63%	7,52%	6,52%	13,40%	13,40%	13,40%	13,40%	13,40%	13,40%
naknada i ostalih primanja zaposlenih	103.152	92.783	91.878	77.406	79.903	168.329	164.999	106.927	108.286	109.457	110.572	111.293
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	1,07%	0,98%	0,92%	0,81%	0,83%	2,24%	1,87%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%
Ostale kratkoročne obveze	196.992	197.149	216.128	218.060	219.962	197.262	196.754	196.754	196.754	196.754	196.754	196.754
Obveze za PDV i ostale poreze	224.584	135.281	258.628	284.712	229.594	130.174	211.314	205.615	208.229	210.479	212.623	214.010
<i>Kao % prihoda od prodaje (%)</i>	2,32%	1,43%	2,58%	2,98%	2,38%	1,73%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%	2,39%
Pasivna vremenska razgraničenja	53.112	398.546	279.047	1.869.958	1.591.389	1.957.810	342.920	342.920	342.920	342.920	342.920	342.920
Ukupna pasiva	41.966.098	44.329.496	42.965.084	42.285.079	40.674.961	43.095.918	41.590.647	42.163.843	41.779.045	41.397.121	41.367.216	41.409.631
Dodatna potrebna sredstva	-	-	-	-	-	-	-	983.728	538.829	89.938	-339.886	-768.059
Dodatne kratkoročne investicije	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	339.886	768.059
Dodatni dug	-	-	-	-	-	-	-	983.728	538.829	89.938	-	-

Izvor: Izrada autorice

4.5.4. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Zbog vremenske preferencije novca, potrebno je buduće slobodne novčane tokove poduzeća svesti na sadašnju vrijednost. Kao diskontna stopa pri procjeni poduzeća koristit će se prosječni ponderirani trošak kapitala (engl. *weighted average cost of capital* – WACC). Prosječni ponderirani trošak kapitala se izračunava kao ponderirani prosjek troška obične glavnice i troška duga, gdje osnova za izračun pondera trebaju biti njihove tržišne vrijednosti, a ne knjigovodstvene. Prosječni ponderirani trošak kapitala izračunat je na temelju prilagođene bete kao zbroj umnoška pondera glavnice i troška obične glavnice te pondera

duga i troška duga nakon poreza. Uzimajući u obzir visoku razinu inflacije koja ulazi u izračun nerizične kamatne stope, slobodni novčani tokovi će se diskontirati po stopi prosječnog ponderiranog troška kapitala u čiji se izračun uključuje inflacija. Kao diskontni faktor za izračunavanje sadašnje vrijednosti rezidualne vrijednosti koristit će se stopa prosječnog ponderiranog troška kapitala za čiji se izračun koristi prethodno izračunata nerizična kamatna stopa bez uračunate razine inflacije. Detaljan izračun obje stope prosječnog ponderiranog troška kapitala prikazani su u Tablici 20.

Tablica 20 Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Ponder glavnice	75,20%	75,20%
Ponder duga	24,80%	24,80%
Trošak obične glavnice	17,59%	6,59%
Nerizična kamatna stopa	12,69%	1,69%
Povijesna beta	0,193572962	0,193572962
Prilagođena beta	0,459693885	0,459693885
Tržišna premija rizika	10,67%	10,67%
Trošak duga nakon poreza	3,60%	3,60%
Trošak duga prije poreza	4,00%	4,00%
Stopa poreza na dobit	10,00%	10,00%
Prosječni ponderirani trošak kapitala	14,12%	5,85%

Izvor: Izračun autorice

Za izračun troška glavnice koristit će se najpoznatiji pristup, pristup teorije tržišta kapitala, odnosno model procjenjivanja kapitalne imovine (engl. *capital asset pricing model* - CAPM). CAPM je prema formuli zbroj nerizične kamatne stope i umnoška bete (mjera tržišnog rizika) i tržišne premije rizika.⁹⁷ Prema CAPM-u, očekivani prinos na dionicu predstavlja minimalni prinos kojeg investitori zahtijevaju u zamjenu za ulaganje u poduzeće. Taj prinos za upravu poduzeća postaje trošak obične glavnice.⁹⁸ U radu je prethodno izračunata nerizična kamatna stopa kao prosječna stopa prinosa na državne obveznice. Trošak duga prije poreza izračunat je kao ponderirani prosječni trošak duga na kratkoročne i dugoročne kredite u iznosu od 4%. Stopa poreza na dobit u Bosni i Hercegovini iznosi 10% pa je trošak duga nakon poreza 3,6%. Ponder glavnice i duga izračunati su na temelju podataka iz bilance. Tržišnu premiju rizika uzrokuje averzija investitora prema riziku, a ona predstavlja razliku između očekivanog tržišnog prinosa i nerizične kamatne stope. S obzirom na averziju, većina investitora će zahtijevati veći prinos u zamjenu za ulaganje u rizičnije dionice, odnosno u zamjenu od

⁹⁷ Orsag, S. (2011.), *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon, str. 445.

⁹⁸ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), nav. dj., str. 89.

odustajanja ulaganja u dužničke instrumente koji su manje rizični.⁹⁹ Prema službenim stranicama profesora Aswatha Damodarana, tržišna premija rizika za Bosnu i Hercegovinu u 2022. godini iznosi 10,67%.¹⁰⁰ Beta koeficijent mjeri vezu između prinosa na dionicu i cjelokupnog tržišnog prinosa, odnosno referentnog tržišnog indeksa. Kao referentni tržišni indeks uzet je indeks Sarajevske burze SASX-30 koji prati kretanje cijena dionica 30 najlikvidnijih poduzeća čije dionice kotiraju na Sarajevskoj burzi. U radu se koristi sljedeća formula za izračun beta koeficijenta:

$$\text{povijesna beta} = \frac{\text{kovarianca imovine s tržišnim portfeljem}}{\text{varijanca tržišnog portfelja}} = \frac{\text{cov}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Povijesna beta pokazuje koliko je dionica bila rizična u prošlosti. Marshall E. Blume pokazao je da stvarne bete imaju tendenciju konvergiranja ka jedan tijekom vremena zbog čega se prilagođavaju korištene bete usporedivih poduzeća kako bi se izračunao rizik dionica u budućnosti, a rezultat je prilagođena beta.¹⁰¹ U radu se koristi sljedeća formula za izračun prilagođene bete:

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

Za izračun beta koeficijenta, korišteni su povijesni podaci o zadnjim dnevnim cijenama dionica Bihačke pivovare (BIPVR) i tržišnog indeksa SASX-30 u razdoblju od 5. siječnja 2015. godine do 31. prosinca 2021. godine. Elementi izračuna beta koeficijenta prikazani su u Tablici 21.

Tablica 21 Izračun beta koeficijenta

	BIPVR	SASX-30
σ	0,02614012	0,01367525
σ^2	0,00068336	7,34715E-05
<i>cov</i> (BIPV, SASX-30)	1,41489E-05	
Povijesna beta	0,193572962	
Prilagođena beta	0,3459693885	

Izvor: Izrada autorice

⁹⁹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), nav. dj., str. 91.

¹⁰⁰ NYU Stern School of Business, Country Default Spreads and Risk Premiums, preuzeto 9. rujna 2022. s https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

¹⁰¹ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), nav. dj., str. 95.

Povijesna beta je manja od 1 što znači da poduzeće ima manji sistematski rizik od prosjeka, a time i manji očekivani prinos od tržišnog. Nakon izračuna povijesne i prilagođene bete, vidljivo je da je prilagođena beta uistinu bliža 1.

4.5.5. Izračun i procjena vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

Slobodni novčani tok zasniva se na prognoziranoj dobiti prije kamata i poreza korigiranoj za poreznu stopu, uvećana za amortizaciju i promjene u radnom kapitalu, te umanjena za kapitalna ulaganja. Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća prikazan je u Tablici 22.

Tablica 22 Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća

u KM	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Dobit prije kamata i poreza * (1 - porezna stopa)	372.166	383.776	392.522	399.921	402.494
Amortizacija	913.599	899.984	886.853	874.189	861.938
Kapitalne investicije	402.342	407.457	411.860	416.056	418.769
Promjene obrtnog kapitala	803.848	83.449	71.854	68.456	44.273
Slobodni novčani tokovi poduzeću	1.687.271	959.752	939.369	926.510	889.935

Izvor: Izračun autorice

U izračun je potrebno uključiti i vremensku preferenciju novca, zato se očekivani slobodni novčani tokovi moraju diskontirati na sadašnju vrijednost. Kao diskontni faktor koristit će se izračunati prosječni ponderirani trošak kapitala. Dobivene diskontirane novčane tokove potrebno je zbrojiti kako bi se dobila ukupna sadašnja vrijednost novčanih tokova. Izračun ukupnih sadašnjih vrijednosti novčanih tokova poduzeća prikazan je u Tablici 23.

Tablica 23 Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća

u KM	2022.	2023.	2024.	2025.	2026.
Broj razdoblja	1	2	3	4	5
Diskontni faktor	0,8762	0,7678	0,6728	0,5895	0,5165
Sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću	1.478.446	736.885	631.972	546.175	459.685
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću			3.853.163		

Izvor: Izračun autorice

Za procjenu vrijednosti ukupnih slobodnih novčanih tokova Bihaćke pivovare uz sadašnju vrijednost potrebno je izračunati i rezidualnu vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeća. Ulaskom poduzeća u stabilan dugoročni period rezidualnog rasta pretpostavljeno je da ono od tog trenutka na dalje ostvaruje konstantne marže, zadržava konstantan iznos obrtnog kapitala te zarađuje konstantan prinos na običnu glavnica i konstantan prinos na sve nove

investicije.¹⁰² Jasno je da poduzeće onda ima određenu vrijednost, odnosno rezidualnu vrijednost (engl. *terminal value* ili *continuing value* ili *residual value*). U radu se koristi sljedeća formula za izračun rezidualne vrijednosti:

$$\text{rezidualna vrijednost} = \frac{\text{slobodni novčani tok na kraju razdoblja} \times (1 + \text{konstantna stopa rasta})}{\text{trošak kapitala} - \text{dugoročna stopa rasta}}$$

Dugoročna stopa rasta predstavlja konstantnu stopu rasta po kojoj će poduzeće rasti u budućnosti. Konstantna stopa rasta predstavlja prosječnu vrijednost umnoška pokazatelja profitabilnosti obične glavnice i omjera zadržane dobiti¹⁰³. Za izračun vrijednosti dugoročne stope rasta koristi se medijan povijesnih dugoročnih stopa rasta u posljednjih šest promatranih godina, izuzimajući 2015. godinu kao *outliera* zbog velikog odstupanja. Izračun dugoročne stope rasta prikazan je u Tablici 24, te ona u iznosi 0,02%. Kako se za izračun dugoročne stope rasta koristio medijan, to znači da je u bar pola promatranih godina dugoročna stopa rasta bila viša ili jednaka 0,02%, odnosno u bar pola promatranih godina ona je bila niža ili jednaka 0,02%.

Tablica 24 Izračun dugoročne stope rasta

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.
ROE	0,005	0,013	0,014	0,003	0,001	-0,023	0,0004
Omjer zadržavanja dobiti	-10,14	1,00	-0,001	-2,171	1,00	1,00	1,00
Dugoročna stopa rasta	-5,53%	1,29%	-0,001%	-0,63%	0,15%	-2,23%	0,04%

Izvor: Izračun autorice

Dobivenu rezidualnu vrijednost potrebno je korigirati za vrijednost diskontnog faktora koristeći prosječni ponderirani trošak kapitala od 5,85% kako bi se dobila sadašnja rezidualna vrijednost. Zbrajanjem sadašnje vrijednosti ukupnih slobodnih novčanih tokova i sadašnje rezidualne vrijednosti dobivena je procijenjena vrijednost Bihačke pivovare u iznosu od 8.601.932 KM. Od procijenjene vrijednosti poduzeća oduzima se neto dug ostvaren u zadnjoj povijesnoj godini kako bi se utvrdila procijenjena vrijednost obične glavnice. Procijenjena vrijednost obične glavnice Bihačke pivovare je 2.511.432 KM. Izračun navedenih vrijednosti prikazan je u Tablici 25.

¹⁰² Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, str. 121.

¹⁰³ Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, str. 119.

Tablica 25 Izračun procijenjene vrijednosti poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća

u KM	
Ukupna sadašnja vrijednost slobodnih novčanih tokova poduzeću	3.853.163
Konstantna stopa rasta	0,02%
Rezidualna vrijednost	6.310.770
Sadašnja vrijednost rezidualne vrijednosti	4.748.769
Procijenjena vrijednost poduzeća	8.601.932
Rezidualna vrijednost kao % procijenjene vrijednosti poduzeća	55,21%
Neto dug u 2021. godini	6.090.500
Procijenjena vrijednost obične glavnice	2.511.432
Broj emitiranih dionica	2.545.370
Procijenjena vrijednost po dionici	0,98

Izvor: Izračun autorice

Model diskontiranih novčanih tokova sadrži znatan broj pretpostavki i parametara koji utječu na konačnu vrijednost procjene. Dva parametra čije promjene imaju najveći utjecaj na procijenjenu vrijednost poduzeća i procijenjenu vrijednost obične glavnice su dugoročna stopa rasta i prosječni ponderirani trošak kapitala. Provedena je analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti poduzeća i procijenjene vrijednosti obične glavnice u odnosu na konstantnu stopu rasta i u odnosu na prosječni ponderirani trošak kapitala. Analiza testira promjene pretpostavljene dugoročne stope rasta za 0,01 postotnih poena u oba smjera te promjene izračunatog troška kapitala za 0,5 postotnih poena u oba smjera. Analize osjetljivosti procijenjene vrijednosti poduzeća i procijenjene vrijednosti obične glavnice prikazane su u tablicama ispod.

Tablica 26 Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti poduzeća

u tis. KM		Ponderirani prosječni trošak kapitala				
		13,12%	13,62%	14,12%	14,62%	15,12%
Konstantna stopa rasta	0%	8.955	8.768	8.594	8.432	8.281
	0,01%	8.960	8.772	8.598	8.436	8.284
	0,02%	8.964	8.776	8.602	8.439	8.287
	0,03%	8.969	8.781	8.606	8.443	8.291
	0,04%	8.973	8.785	8.610	8.447	8.294

Izvor: Izračun autorice

U Tablici 26 je vidljivo da, na primjer, porast ponderiranog prosječnog troška kapitala za 0,5 postotnih poena, uz jednaku stopu rasta, dovodi do pada procijenjene vrijednosti poduzeća od 1,89%, odnosno s 8.602 tisuća KM na 8.439 tisuća KM. Jednako tako, ako dođe do povećanja

konstantne stope rasta za 0,02 postotna poena, uz nepromijenjeni trošak kapitala, procijenjena vrijednost poduzeća povećat će se za 0,04%, s 8.602 tisuća KM na 8.606 tisuća KM.

Tablica 27 Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti obične glavnice

u tis. KM		Ponderirani prosječni trošak kapitala				
		13,12%	13,62%	14,12%	14,62%	15,12%
Konstantna stopa rasta	0%	2.865	2.678	2.504	2.342	2.190
	0,01%	2.869	2.682	2.508	2.345	2.194
	0,02%	2.874	2.686	2.511	2.349	2.197
	0,03%	2.878	2.690	2.515	2.352	2.200
	0,04%	2.883	2.694	2.519	2.356	2.204

Izvor: Izračun autorice.

U Tablici 27 je vidljivo da, na primjer, porast ponderiranog prosječnog troška kapitala za 0,5 postotnih poena, uz jednaku stopu rasta, dovodi do pada procijenjene vrijednosti glavnice od 6,47% , odnosno s 2.511 tisuća KM na 2.349 tisuća KM. Jednako tako, ako dođe do povećanja konstantne stope rasta za 0,02 postotna poena, uz nepromijenjeni trošak kapitala, procijenjena vrijednost obične glavnice povećat će se za 0,31%, s 2.511 tisuća KM na 2.519 tisuća KM.

5. PROCES INTEGRIRANOG UPRAVLJANJA RIZICIMA NA PRIMJERU PODUZEĆA BIHAĆKA PIVOVARA d.d.

5.4. Identifikacija i kvantifikacija rizika poduzeća

Informacije dobivene analizom vanjskog okruženja, industrije i poduzeća kao i procijenjena vrijednost poduzeća predstavljaju podlogu za identifikaciju rizika. Identifikacija rizika na osnovu *top-down* analize poslovanja započet će subjektivnom kvantifikacijom rizika koja se temelji na procjeni autora pri čemu se razina vjerojatnosti nastupanja određenog rizika ocjenjuje u rasponu od 1 do 5. Ocjena 1 pretpostavlja da je nastupanje štetnog događaja gotovo nemoguća, a ocjena 5 pridružuje se riziku s najvećom vjerojatnosti nastanka. Objektivnom kvantifikacijom mjeri se utjecaj nastupanja rizika pomoću analize scenarija i analize osjetljivosti. Analiza scenarija je kvalitativna metoda kojom se uspoređuje nastup mogućih rizika s postojećim sličnim scenarijima. Analizom osjetljivosti mjeri se osjetljivost novčanih tokova na promjene varijabli poslovanja, odnosno nastanka određenog rizika. Rizici se prema značajnosti označuju s ocjenama od 1 do 10, gdje rizik s razinom značajnosti 10 ima najveći utjecaj, a rizik s razinom 1 ima najmanji utjecaj na poslovanje i vrijednost poduzeća. Utjecaj pojedinog identificiranog rizika na sadašnju vrijednost očekivanog slobodnog novčanog toka poduzeća bit će prikazan u nastavku. Na temelju postotnih promjena u vrijednostima očekivanih slobodnih novčanih tokova, moći će se odrediti značajnost i vjerojatnost nastupanja rizika te mapiranjem rizika slikovito predstaviti međupovezanost i izloženost identificiranim rizicima.

Rizik likvidnosti

Analizom povijesnih podataka zaključeno je da se povećavaju kratkoročne obveze poduzeća kako bi se prvenstveno podmirile obveze prema dobavljačima. To je vidljivo i u povećanju neto duga za koji se očekuje da će rasti u prognoziranom razdoblju. Povećane razine zaduženosti, odnosno povećanje neto financijskog troška negativno će utjecati na financijsku uspješnost poduzeća. Poduzeće se do sada već zaduživalo kod brojnih banaka u više navrata, što smanjuje kreditni rejting poduzeća, a rezultat toga je manja mogućnost zaduživanja ili povećanje kamata prilikom zaduživanja kod istih. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 9, a vjerojatnost nastupa na razini 6.

Scenarij

Poduzeće u 2023. godini nije dovoljno likvidno da podmiri obveze prema dobavljačima koji ne žele dostaviti svoje proizvode potrebne za daljnju proizvodnju dok ne naplate svoja potraživanja. To će uzrokovati pad prihoda od prodaje za 5% na godišnjoj razini u svakoj projiciranoj godini. Poduzeće će se morati opet kratkoročno zadužiti time povećavajući kratkoročne obveze, ali i financijske rashode u vidu povećanja troška kamata. S obzirom na to da poduzeće ima visok stupanj zaduženosti, kreditne institucije ocjenjuju poslovanje poduzeća kao rizično i prilikom odobravanja kredita obračunat će višu kamatnu stopu od povijesne kamatne stope. To znači da će doći do povećanja troška duga za 1%, odnosno povećanja financijskih rashoda za 21,24% u svakoj projiciranoj godini. Procijenjena vrijednost poduzeća smanjit će se za 48,80%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 6 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 28 Kvantifikacija rizika likvidnosti

Rizik likvidnosti	
Promjena poslovnih prihoda (%)	-5,00
Promjena financijskih rashoda (%)	21,24
Promjena troška duga prije poreza (%)	1,00
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	4.403
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-48,80

Izvor: Izrada autorice

Intelektualni rizik

Usljed trenda iseljavanja stanovništva, posebice mladog obrazovanog stanovništva Bosna i Hercegovina gubi mladu kvalificiranu radnu snagu. To bi moglo dovesti do nedovoljnog broja obrazovane radne snage potrebne za razne funkcije u Bihaćkoj pivovari, najviše inženjeri zaslužni za nadgledanje rada strojeva prilikom proizvodnje. Manjak obrazovane radne snage izazvat će povećanje troškova obuke novih i postojećih zaposlenika. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 6, a vjerojatnost nastupa na razini 4.

Scenarij

U idućim godinama povećava se broj iseljenih osoba uslijed snažne inozemne potražnje za mladim i stručnim osobljem. Bosna i Hercegovina suočena je s negativnim demografskim

trendovima kao rezultat političke nestabilnosti u državi. Bihaćka pivovara u nastojanju da zadrži radnu snagu koju ima povećava plaće zaposlenim, pa tako raste udio troškova osoblja u prihodima od prodaje s 25% na 27% u prognoziranom razdoblju. Povećanje troškova osoblja rezultira smanjenjem zarada prije kamata i poreza i te smanjenjem procijenjene vrijednosti poduzeća za 9%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 2 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 2.

Tablica 29 Kvantifikacija intelektualnog rizika

Intelektualni rizik	
Promjena udjela troškova osoblja u prihodima od prodaje (%)	2,00
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	7.826
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-9,00

Izvor: Izrada autorice

Rizik sinergijskog učinka povećanja doprinosa na teret poslodavaca i povećanja poreza na dohodak

Moguće su promjene zakona o porezu na dohodak i doprinosima u Federaciji Bosne i Hercegovine. U novom prijedlogu Zakona o porezu na dohodak predviđeno je uvođenje nove stope poreza na dohodak od 13%, umjesto dosadašnjih 10%. Neoporezivi dio plaće trebao bi se povećati, što znači da bi se plaće iznad 800 KM trebale oporezivati stopom od 13%. Drugim zakonom nastoji se smanjiti zbirna stopa doprinosa na 32,5% iznosa bruto plaće, ali uz povećanje osnovice, što znači da će niže plaće biti više porezno opterećene. Poslodavci u Federaciji, uključujući i Bihaćku pivovaru, mogli bi upravo zbog manjeg poreznog opterećenja povećati plaće zaposlenih. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 7, a vjerojatnost nastupa na razini 2.

Scenarij

Oba navedena zakona su se usvojila i kako bi se smanjilo porezno opterećenje Bihaćka pivovara povećava plaće zaposlenima. To uzrokuje porast udjela troška osoblja u prihodima od prodaje s 25% na 29%, ali zbog povećanja poreza na dohodak prihodi od prodaje padaju za 2% u prognoziranom razdoblju. Rast poslovnih rashoda od 3,26% u zadnjoj projiciranoj godini uz pad poslovnih prihoda rezultira smanjenjem procijenjene vrijednosti za 27,78%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 4 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 30 Kvantifikacija rizika sinergijskog učinka povećanja doprinosa i poreza na dohodak

Rizik sinergijskog učinka povećanja doprinosa na teret poslodavaca i povećanja poreza na dohodak

Promjena poslovnih prihoda (%)	-2,00
Promjena poslovnih rashoda (%)	3,26
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	6.212
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-27,78

Izvor: Izrada autorice

Kamatni rizik

Europska centralna banka je do sada provodila ekspanzivnu politiku pri čemu je jedan od instrumenata kamatna stopa na kredite. Smanjenjem kamatne stope osigurala se niža cijena novca kako bi se potaknula gospodarska aktivnost. Posljednjih godinu dana došlo je do velikog rasta stope inflacije, a jedan od načina upravljanja inflacijom jeste povećanje kamatnih stopa. Do sada su se mjere Europske Unije prelijevale na Bosnu i Hercegovinu što znači da bi povećanje kamatnih stopa Europske centralne banke rezultiralo povećanjem kamatnih stopa Centralne banke Bosne i Hercegovine u budućnosti. Krajem 2021. godine udio duga Bihačke pivovare iznosio je 24,80%. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 9, a vjerojatnost nastupa na razini 3.

Scenarij

U narednim godinama inflacija je nastavila rasti što znači da se Europska centralna banka odlučuje na povećanje kamatnih stopa. Povećanje EURIBOR-a za 1,5% uzrokovalo je proporcionalno povećanje kamatnih stopa u Bosni i Hercegovini. Trošak duga poduzeća porast će s 4% na 5,5% u svim prognoziranim godinama što će povećati financijske rashode za 37,50% godišnje i smanjiti neto dobit, što će rezultirati smanjenjem vrijednosti poduzeća za 82,72%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 10 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 4.

Tablica 31 Kvantifikacija kamatnog rizika

Kamatni rizik	
Promjena troška duga prije poreza (%)	1,50
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	1.486
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-82,72

Izvor: Izrada autorice

Politički rizik

Ruska agresija na Ukrajinu izazvala je veliki rast cijena nafte i ječma. Ukrajina je izvozila velike količine žitarica među kojima je i ječam kao najvažnija sirovina za proizvodnju piva. Od ječma se pravi ječmeni slad koji je neizostavna sirovina u procesu proizvodnje piva. Napadom na Ukrajinu, zavlada je oskudica žitarica u cijeloj Europi, što je uzrokovalo povećanje cijene ječmenog slada. Tako je Bihaćka pivovara prije agresije jednu tonu ječmenog slada plaćala 340 eura, a sada se cijena povisila za više od 60% i iznosi 555 eura po toni.

Scenarij

Ruska agresija se nastavlja i u narednoj godini te se cijene ječmenog slada ne smanjuju. Bihaćka pivovara, zbog smanjenog obujma prodaje tijekom pandemije, čuva zalihe piva u ležnom podrumu koje će se prodavati u 2021. godini. Stoga, ječmeni slad nije bilo potrebno kupovati po novim cijenama u 2021. godini, ali će u 2022. godini morati. Bihaćka pivovara primorana je kupovati slad po cijeni od 555 eura jer oskudica ječma vlada u cijeloj Europi te nije moguće naći dobavljača ječmenog slada koji svoj proizvod prodaje po nižoj cijeni. Skok u cijeni izazvao je povećanje materijalnih troškova za 60%, odnosno povećanje poslovnih rashoda za 33,37%. Procijenjena vrijednost poduzeća pala je za 142,42%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 10 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 5.

Tablica 32 Kvantifikacija političkog rizika

Politički rizik	
Promjena poslovnih rashoda (%)	33,37
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	-3.649
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-142,42

Izvor: Izrada autorice

Rizik rasta cijena sirovina, materijala i električne energije

Sve veće povećanje cijena sirovina prisutno je na svjetskoj razini, a inflacija u Bosni i Hercegovini kreće se oko 11%. Preuzimanje manjih dobavljača od strane velikih europskih i svjetskih poduzeća omogućilo im je monopolistički položaj na području Europe. Dobavljači upravljaju cijenama stoga je pregovaračka moć Bihaćke pivovare kao kupca skoro nepostojana. Bihaćka pivovara nije u mogućnosti nuditi svoje proizvode na tržištu po stvarnom trošku proizvodnje, jer bi takve cijene, uz poskupljenje svih ostalih namirnica, uzrokovale gubitak velikog broja kupaca. Bihaćka pivovara ne bi imala dovoljno poslovnih prihoda koji bi pokrili sve troškove poslovanja te bi poduzeće nastavilo poslovati s gubitkom. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 9, a vjerojatnost nastupa na razini 8.

Scenarij

U idućim godinama inflacija raste, odnosno sirovine kao što su slad, ambalaža i električna energija poskupljuju. Time udio materijalnih troškova u prihodima od prodaje raste na 57%, te poslovni rashodi rastu za 7,5%. Procijenjena vrijednost Bihaćke pivovare smanjuje se za 32,33%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 5 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 33 Kvantifikacija rizika rasta cijena sirovina i materijala

Rizik rasta cijena sirovina i materijala	
Promjena materijalnih troškova	4,18
Promjena poslovnih rashoda (%)	7,50
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.620
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	5.821
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-32,33

Izvor: Izrada autorice

Rizik sinergijskog učinka rasta trošarina na gorivo i stope poreza na dodanu vrijednost

Razlog promatranja sinergijskog učinka ova dva rizika jeste zato što se u posljednje vrijeme o njima pregovara u isto vrijeme. Postoji mogućnost usvajanja Prijedloga zakona o dopunama Zakona o PDV-u koji zahtijeva smanjivanje stope na 5 posto za osnovne životne namirnice i proizvode, a povećanje stope na 22 posto za luksuzne proizvode među koje se ubraja i pivo. Zajedno s izmjenom stope PDV-a, raspravlja se i o povećanju trošarina. Trošarine su dio

indirektnih poreza koji se direktno ubiru na određene proizvode. Velika je mogućnost povećanja trošarina na gorivo u budućem razdoblju, što će poduzećima izazvati veće troškove prijevoza sirovina, materijala i proizvoda, ali će i povećanjem PDV-a, prodajna cijena piva biti viša od trenutne.

Scenarij

Porast trošarina na gorivo u prognoziranom razdoblju izazvat će povećanje materijalnih troškova za 3%, odnosno povećanje poslovnih rashoda za 1,67%. Uslijed povećanja stope PDV-a i trošarina na pivo, past će i prihodi od prodaje za 5% zbog više prodajne cijene piva. Povećat će se i udio obveza za PDV u prihodima od prodaje na 1%, a procijenjena vrijednost poduzeća past će za 39,19%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 5 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 34 Kvantifikacija rizika rasta trošarina na gorivo i stope PDV-a

Rizik rasta trošarina na gorivo i stope PDV-a

Promjena poslovnih prihoda (%)	-5,00
Promjena poslovnih rashoda (%)	1,67
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	4.990
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-39,19

Izvor: Izrada autorice

Rizik smanjenja cijena uvoznog piva

U radu je već grafički prikazano količinsko povećavanje, ali vrijednosno smanjenje uvoznog piva (Grafikon 3), što znači da se cijene uvoznog piva neprestano smanjuju i time uvoz istog piva povećava, dok cijene domaćeg piva neprestano rastu. Domaće pivovare jednostavno ne mogu cjenovno konkurirati dok god su cijene na tako visokoj razini u odnosu na proizvođače u regiji, što potvrđuje nelojalnu cjenovnu konkurenciju na domaćem tržištu. Ako se cijene uvoznog piva nastave smanjivati, inozemne pivovare zauzimat će sve veći tržišni udio što će domaćim pivovarama smanjiti prihode od prodaje i izazvati velike gubitke. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 9, a vjerojatnost nastupa na razini 7.

Scenarij

Iako se očekuje inflacija i u prognoziranom razdoblju, ipak se očekuje manji pad ili stagnacija cijena uvoznog piva, dok će cijene domaćeg piva nastaviti rasti. Bihaćka pivovara će zbog

toga početi gubiti kupce uslijed cjenovne elastičnosti potražnje. Prihodi od prodaje past će za 20% na godišnjoj razini i uzrokovati smanjenje procijenjene vrijednosti poduzeća za 26,43%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 4 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 3.

Tablica 35 Kvantifikacija rizika smanjenja cijena uvoznog piva

Rizik smanjenja cijena uvoznog piva	
Promjena poslovnih prihoda (%)	-19,97
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	6.037
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-26,43

Izvor: Izrada autorice

Rizik ulaska novih ovlaštenih punioničara sokova na tržište

Bihaćka pivovara prodajom sokova ostvaruje manje od 4% prihoda od prodaje. U prognoziranom razdoblju očekuje se da će sokovi prodavati po manjoj stopi i time smanjiti udio u ukupnim приходima. U Bosni i Hercegovini prisutno je nekoliko licenciranih punioničara poznatih svjetskih brendova sokova. Ako velika poduzeća uvide prednosti korištenja ovlaštenih punioničara, sve će se više stranih brendova početi prodavati u Bosni i Hercegovini čime Bihaćka pivovara gubi svoj tržišni udio, a time i kupce. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 3, a vjerojatnost nastupa na razini 5.

Scenarij

U narednim godinama raste broj ovlaštenih punioničara čime Bihaćka pivovara gubi kupce što rezultira padom prodaje sokova za 30% u svim prognoziranim godinama. Poslovni prihodi past će za 1,52%. Procijenjena vrijednost poduzeća smanjit će se za 2,29%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 1 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 1.

Tablica 36 Kvantifikacija rizika ulaska novih ovlaštenih punioničara sokovana tržište

Rizik ulaska novih ovlaštenih punioničara sokova na tržište	
Promjena poslovnih prihoda (%)	-1,52
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	8.405
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-2,29

Izvor: Izrada autorice

Operativni rizik

Proizvodno poduzeće kao što je Bihaćka pivovara izloženo je mnogobrojnim operativnim rizicima među kojima su rizici kvara postrojenja, rizici štetnog djelovanja zaposlenika, rizici primjene neadekvatnih pravila i rizici od neadekvatne zaštite radnika na radu. Operativne rizike je ako teško predvidjeti zbog njihove prirode nastanka. Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 5, a vjerojatnost nastupa na razini 4.

Scenarij

Iako je operativne rizike teško predvidjeti, uvijek se mora utjecaj njihovog nastanka na poslovanje poduzeća uzimati u obzir. Donesen je novi Zakon o zaštiti na radu koji zahtijeva oštrije mjere i veću zaštitnu opremu za radnike te će se nepoštivanje smjernica u Zakonu kazniti novčano, pored štete koja je napravljena u samom poduzeću. Za izračun utjecaja operativnog rizika pretpostavlja se rast poslovnih rashoda uslijed rasta troška kazni i štete koja se može pojaviti. Prognozira se rast poslovnih rashoda od 1,5% koji će dovesti do pada procijenjene vrijednosti poduzeća od 11,63%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 3 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 2.

Tablica 37 Kvantifikacija operativnog rizika

Operativni rizik	
Promjena poslovnih rashoda (%)	1,5
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	7.602
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-11,63

Izvor: Izrada autorice

Rizik ključne marke

Preveliko oslanjanje dobiti na jedan segment može dovesti do negativnog položaja poduzeća ako dođe do velikog pada prodaje tog segmenta. U slučaju Bihaćke pivovare, taj segment predstavlja prodaja piva kojom se ostvaruju oko 85% ukupnih prihoda. Prihodi od prodaje piva se kreću na stabilnoj razini, ali zakonskim promjenama, političkim rizicima i inflacijom, ipak može doći do velikog pada prihoda za veoma kratak period. Pivovara se bavi i proizvodnjom sokova i aromatizirane vode, te pakiranjem prirodne izvorske vode, ali prihodi tih segmenata nisu dovoljno veliki za pokriće potencijalnih gubitaka od prodaje piva.

Subjektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 10, a vjerojatnost nastupa na razini 3.

Scenarij

Uslijed sve veće političke i ekonomske nesigurnosti prisutan je sve veći trend iseljavanja stanovništva iz Bosne i Hercegovine, čime Bihaćka pivovara gubi kupce svojih proizvoda. Zbog smanjenja cijena uvoznog piva, na domaćem tržištu veliki svjetski brendovi piva ugrožavaju opstanak domaćih pivovara. Povećanjem stope PDV-a na luksuzna dobra, kao i povećanje materijalnih troškova uslijed inflatornih učinaka, prodajna cijena piva Bihaćke pivovare – Preminger raste. Bihaćka pivovara polako kroz prognozirane godine gubi kupce i prihodi od prodaje piva neprestano padaju u prognoziranom razdoblju. Prihodi od prodaje piva padaju za 15% svake godine, odnosno pad u posljednjoj projiciranoj godini u odnosu na posljednju promatranu godinu iznosi 55,63%. Procijenjena vrijednost poduzeća pada za 94,50%. Objektivna značajnost ovog rizika procijenjena je na razini 10 s pridruženom vjerojatnosti nastupa 4.

Tablica 38 Kvantifikacija rizika ključne marke

Rizik ključne marke	
Promjena poslovnih prihoda (%)	51,57
Procijenjena vrijednost poduzeća (u 000 KM)	8.602
Procijenjena vrijednost poduzeća djelovanjem rizika (u 000 KM)	473
Promjena procijenjene vrijednosti poduzeća (%)	-94,50

Izvor: Izrada autorice

5.5. Izrada mape rizika

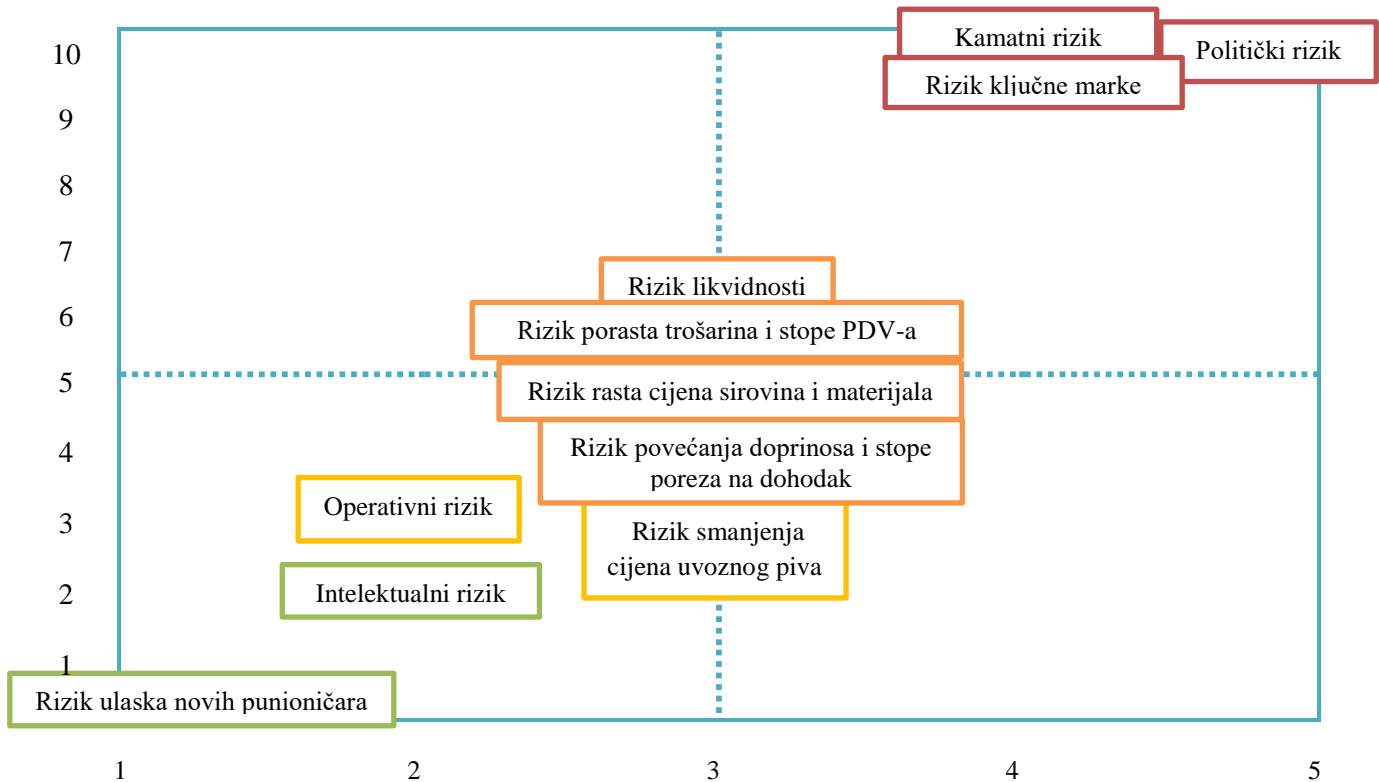
Pregled svih identificiranih rizika s pripadajućom značajnosti i vjerojatnosti prikazan je u Tablici 39, te su svi rizici slikovito prikazani na Slici 8 u nastavku.

Tablica 39 Pregled rizika s pripadajućom značajnosti i vjerojatnosti

Br.		ZNAČAJNOST	VJEROJATNOST
1	Rizik likvidnosti	6	3
2	Intelektualni rizik	2	2
3	Rizik sinergijskog učinka povećanja doprinosa na teret poslodavaca i povećanja poreza na dohodak	4	3
4	Kamatni rizik	10	4
7	Rizik rasta cijena sirovina i materijala	5	3
5	Rizik ulaska novih ovlaštenih punioničara sokova na tržište	1	1
6	Politički rizik	10	5
8	Rizik smanjenja cijena uvoznog piva	4	3
9	Rizik porasta trošarina na gorivo i stope PDV-a	5	3
10	Operativni rizik	3	2
11	Rizik ključne marke	10	4

Izvor: Izrada autorice

Slika 8 Mapa rizika Bihačke pivovare



Izvor: Izrada autorice

5.6. Prijedlog strategije upravljanja rizicima

Prema prikazanoj kvantifikaciji rizika većina rizika Bihaćke pivovare nalaze se u prvom i trećem kvadrantu. Politički rizik, rizik likvidnosti te rizik rasta cijena sirovina i materijala potrebno je spriječiti. Rizici u prvom kvadrantu su rizici čiji se nastup anticipira, te su to rizici čija će realizacija uveliko utjecati na vrijednost poduzeća, stoga je potrebno razraditi dobru strategiju upravljanja njima kako bi se ublažile posljedice nastanka. Poduzeće ne može upravljati cijenama sirovina i materijala kao što su ječmeni slad, staklena ambalaža i električna energija, niti ima mogućnost odabiranja drugog dobavljača s povoljnijim cijenama proizvoda i usluga. Bihaćka pivovara sklopila je višegodišnji ugovor s dobavljačem slada u Austriji te trenutno ne postoje dobavljači ječmenog slada koji nude svoj proizvod po nižoj cijeni. S obzirom na monopolistički položaj Vetropack Grupe, kao i javnog poduzeća Elektroprivreda Federacije Bosne i Hercegovine, Bihaćka pivovara primorana je prihvatiti postojeće cijene staklene ambalaže i električne energije. Kako bi smanjilo troškove za električnu energiju poduzeće može ugraditi solarne panele kao obnovljivi izvor električne energije. Poduzeće tako može proizvoditi značajan dio električne energije koja je potrebna za rad pogona i postrojenja prilikom proizvodnog procesa. Korištenje sunčeve energije kao obnovljivog izvora, pomoglo bi i reputaciji Bihaćke pivovare kao ekološki osviještenog i društveno odgovornog poduzeća. Politički rizik predstavlja agresija Rusije na Ukrajinu koji poduzeće ne može izbjeći. Agresija je dovela do velikog smanjenja ponude ječma što je uzrokovalo rast cijene ječmenog slada. Promjenama cijena sirovina i materijala poduzeće u budućnosti može upravljati korištenjem terminskih ugovora i robnih opcija.

Poduzeće se suočava s problemom likvidnosti od financijske krize 2009. godine. U zadnjim promatranim godinama Bihaćka pivovara je održavala svoju likvidnost uz pomoć smanjene stope amortizacije, te odgode plaćanja obveza za porez na dobit. Do sada se poduzeće moralo kratkoročno zaduživati kako bi podmirilo obveze prema dobavljačima, ali i pokrilo rast materijalnih troškova. Bihaćka pivovara ima dovoljno visoke rezerve koje će se koristiti u slučaju ostvarenog negativnog poslovnog rezultata. Poduzeće kroz godine nije svu zadržanu dobit podijelilo u vidu dividendi, nego se ostatak vodio kao nenominirani kapital koji se polagao u Fond za rizike. Uzimajući u obzir rast cijena sirovina i materijala poduzeće bi trebalo nastaviti s politikom zadržavanja dobiti i ponovnog pokretanja Fonda za rizike dok cijene ne dostignu stabilnu razinu. Zaduživanje kod banaka zahtijeva aktivno praćenje promjene kamatnih stopa. U narednim godinama sve je veća vjerojatnost povećanja kamatnih stopa te poduzeće ovim rizikom može upravljati koristeći financijske izvedenice kao što su

kamatne ročnice, kamatni swap za fiksiranje kamatnih stopa, te kamatni cap i kamatni collar za postavljanje ograničenja na varijabilne kamatne stope. Menadžment ima glavnu odgovornost za upravljanje rizikom likvidnosti i izgradio je odgovarajući okvir za upravljanje rizicima likvidnosti za kratkoročne, srednjoročne i dugoročne potrebe upravljanjem izvorima sredstava i likvidnošću poduzeća. Poduzeće upravlja rizikom likvidnosti održavajući adekvatne rezerve, bankovna sredstva i ostale izvore financiranja, na način da kontinuirano prati predviđanja i stvarni novčani tok i da usklađuje ročne strukture financijske imovine i obveza.

Bihaćka pivovara je usvojila politiku poslovanja sa samo kreditno sposobnim strankama kao i osiguranje dovoljnog iznosa kolaterala, gdje je potrebno, u cilju ublažavanja rizika financijskog gubitka od neplaćanja. Izloženost poduzeća i kreditni rejtnzi drugih strana s kojima posluje se kontinuirano nadziru i prate. Kreditna izloženost je kontrolirana putem kreditnih limita prema klijentima koji se revidiraju i odobravaju od strane komiteta za upravljanje rizicima na godišnjem nivou. Rizikom od nenaplaćivanja potraživanja upravlja se i diverzifikacijom kupaca, odnosno potraživanja od kupaca se sastoje od velikog broja kupaca iz različitih geografskih područja.

Moguće povećanje stope poreza na dodanu vrijednost povećat će trenutnu cijenu proizvoda za 5 posto. Takvo povećanje cijene se ne može izbjeći. Međutim, porast prodajne cijene uslijed povećanja cijena sirovina, uzimajući u obzir ekonomije obujma i iskustva konkurencije, mora se izbjeći u cilju zadržavanja kupaca Bihaćke pivovare. Poduzeće će se morati nastaviti zaduživati kratkoročno kako bi pokrilo porast cijena sirovina i ostalih materijalnih troškova, jer jedino na taj način može zadržati trenutnu prodajnu cijenu i kupce. Također je potrebno općenito povećanje svijesti, točnije osvještavanje građana o važnosti kupovine domaćeg proizvoda. Bihaćka pivovara je to do sada kroz razne kampanje i manifestacije među kojima je i „Kupujmo domaće – gradimo BiH“ pokušavala ukazati na potrebu i važnost kupovine domaćih proizvoda. Uzimajući u obzir niske stope financijske pismenosti, nepoznavanje važnosti kupovine domaćih proizvoda u cilju zaštite domaće proizvodnje i bosanskohercegovačke ekonomije uopće, Udruženje poslodavaca FBiH trebalo bi pokrenuti više inicijativa u suradnji s Ekonomskim fakultetima i udrugama na tu temu kako bi podigli svijest mladih ljudi.

Ovisnost dobiti poduzeća o prodaji piva može predstavljati problem ukoliko dođe do značajnog pada prodaje tog segmenta. Detaljnijim prikazom prihoda od prodaje po

segmentima, zabilježen je rast prihoda od prodaje vode i aromatizirane vode zbog povećanja popularnosti aromatizirane vode. U cilju povećanja dobiti tog segmenta poduzeće mora napraviti analize o isplativosti segmenta kako bi se umanjili nepotrebni rashodi, povećala prodaja i ako je moguće poboljšao proces proizvodnje. Poduzeće uz isplativost mora ispitati rizičnost segmenata, jer postojeća konkurencija ograničava rast pojedinih segmenata te naposljetku može uzrokovati i pad. Ako se pojavom novih ovlaštenih punioničara sokova u Bosni i Hercegovini prihodi od prodaje tog segmenta smanje, potrebno će biti ocijeniti isplativost tog segmenta, jer ako dođe do velikog gubitka tržišnog udjela, moguća strategija je prodaja ili potpuno gašenje segmenta. Bihaćka pivovara mora ulagati u inovacije i marketing kako bi zaštitila svoj udio na tržištu.

Operativnim rizikom teže je upravljati zbog prirode njihovog nastanka. U proizvodnom poduzeću kao što je Bihaćka pivovara prisutne su dvije opasnosti čija je realizacija uvijek moguća, a posljedice su veoma značajne za poslovanje, to su opasnost od kvara postrojenja i pogona, te opasnost od mogućih ozljeda na radnom mjestu. Kvar pogona i postrojenja moguć je u svakoj fazi proizvodnje, stoga Bihaćka pivovara ima dobru suradnju sa servisima koji su na dosadašnje kvarove opreme odgovarali veoma brzo i uspješno. Državno zakonodavstvo promijenilo je Zakon o zaštiti na radu i pooštrilo mjere zaštite. Bihaćka pivovara mora svoje interne akte uskladiti sa Zakonom, ali je potrebno i neprestano nadgledanje radnika i njihove upotrebe zaštitne opreme kako bi se spriječile ozljede na radu. Pogreške ljudskih faktora treba dodatno smanjiti treninzima, edukacijama i jasnim procedurama.

S intelektualnim rizikom suočavaju se sva poduzeća Bosne i Hercegovine. Trendom iseljavanja ostaje sve manje kvalificirane radne snage u državi, te jača pozicija zaposlenika. Znajući da su oni jedni od najvažnijih resursa, sindikati sve više vrše pritisak na poslodavce i državu. Radna snaga može se zadržati brigom o zaposlenicima, najviše brigom o njihovom zdravlju i zadovoljstvu. Kako bi se to ostvarilo potrebno je imati dobro razvijen sustav upravljanja ljudskim resursima.

6. ZAKLJUČAK

Poduzeća danas posluju u dinamičnoj, nepredvidivoj i za razvoj nestabilnoj okolini koja proces odlučivanja ne čini nimalo lakim. Zato poduzeće mora aktivno analizirati okolinu u kojoj posluje, kao i rizike prisutne u toj okolini kako bi iskoristili prilike i pravodobno reagirali na prijetnje. Integriranost upravljanja rizicima u samoj strategiji poduzeća znači da menadžment u procesu odlučivanja mora pronaći optimalnu ravnotežu između strategije, izvođenja ciljeva i svih potencijalnih rizika. Učinkovito dizajnirana veza između strategije poduzeća i upravljanjem rizicima omogućuje poduzeću uspješnu izvedbu strateških planova, ali i povećanje vrijednosti poduzeća.

Vanjskom i unutarnjom analizom okruženja Bihačke pivovare može se zaključiti da posluje u izrazito nepovoljnim uvjetima. Smanjenje cijena uvoznog piva, rast cijena sirovina i materijala i prevelike količine uvoznog piva, kao i prisutnost velikih multinacionalnih kompanija razlozi su zašto Bihačka pivovara ne može konkurirati ostalim poduzećima. Neprestano mijenjanje zakona i regulativa te trend iseljavanja stanovništva potvrđuju političku i ekonomsku nestabilnost države. Rizici kojima Bihačka pivovara mora posvetiti posebnu pažnju su rizik likvidnosti, politički rizik uzrokovan Ruskom agresijom na Ukrajinu, rizik ključne marke i rizik rasta cijena sirovina i materijala kako bi mogla pravodobno reagirati i minimizirati posljedice. Poduzeće je do sada efikasno upravljalo rizicima, međutim povećanje kompleksnosti okruženja u kojem posluje ukazuje i na povećanje prisutnih rizika u toj okolini. Stoga Bihačka pivovara u narednim godinama mora aktivnije provoditi proces integriranog upravljanja rizicima s ciljem zaštite vlasnika, zauzimanja bolje tržišne pozicije i povećanja vrijednosti poduzeća.

Popis literature

1. ACCA (b.d.), COSO's enterprise risk management framework, preuzeto 11. kolovoza 2021. s shorturl.at/mMY34
2. Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2021.), *Bosna i Hercegovina u brojevima 2021.* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Bilteni/2021/NUM_00_2021_TB_1_BS.pdf
3. Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2021.), *Robna razmjena BiH s inostranstvom 2020* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Bilteni/2021/ETR_00_2020_TB_1_BS.pdf
4. Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine (2022.), *Ekonomске statistike* [e-publikacija], preuzeto s https://bhas.gov.ba/data/Publikacije/Saopštenja/2022/PRI_01_2022_04_1_HR.pdf
5. Barney, J.B. i Clark D.N. (2007.), *Resource-Based Theory: Creating and Sustaining Competitive Advantage*. SAD: Oxford University Press
6. Basel Committee on Banking Supervision (2011.), *Principles for the Sound Management of Operational Risk*. Basel: Bank for International Settlements
7. Beasley, M.S. i Frigo, L.M. (2010.), ERM and Its Role in Strategic Planning and Strategy Execution, u: Fraser, J. i Simkins, B. (ur.), *Enterprise risk management* (str 31-50) , New Jersey: John Wiley & Sons
8. Bihaćka pivovara (2016.), *Godišnji izvještajo poslovanje emitenta za 2015. godinu* [e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/prem_dok/2015/2015_Prilog_broj_2_I-XI_31.12.2015_konacan.pdf
9. Bihaćka pivovara (2016.), *Godišnji izvještaj*[e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/prem_dok/2016/konacanizvjestaj.pdf
10. Bihaćka pivovara (2017.), *Godišnji izvještaj* [e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/prem_dok/2017/godisnji_izvjestaj_2017.pdf
11. Bihaćka pivovara (2019.), *Godišnji izvještaj* [e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/files/media/pdf/5ca5e3a4e21bd5.54599863_2018%20Prilog%20broj%202%20I-XI%2031.12.2018.pdf
12. Bihaćka pivovara (2020.), *Godišnji izvještaj* [e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/files/media/pdf/5e9869421bfde3.56182438_a.pdf

13. Bihaćka pivovara (2021.), *Godišnji izvještaj* [e-publikacija], preuzeto s https://www.preminger.ba/files/media/pdf/603e148daffa46.25867344_2020%20Prilog%20Obroj%20%20I-XI%2031%2012%202020.pdf
14. Bihaćka pivovara (2022.), *Financijski izvještaj i izvještaj nezavisnog revizora za 2021. godinu*
15. Budić, M. (2022.), Obračun amortizacije dugotrajne materijalne imovine, *Računovodstvo i poslovne financije*, <https://feb.ba/casopis-mart-2022/>.
16. CBBiH (2020.), *Godišnje izvješće 2020. godina*, Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine
17. CBBiH (2022.), Inflacija za prvo polugodište 11%, usporavanje krajem godine, preuzeto 9. rujna 2022. s <https://www.cbbh.ba/press/ShowNews/1454>.
18. CBBiH (2022.), *Komentar monetarnih kretanja u ožujku 2022. godine*, Sarajevo: Centralna banka Bosne i Hercegovine
19. Chappell, C. (2014.), *The Executive Guide to Enterprise Risk Management*. New York: Palgrave Macmillan
20. Clarke, C. J. i Varma, S. (1999.), Strategic risk management: the new competitive edge, Long range planning, 32(4), 414-440. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(99\)00052-7](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(99)00052-7)
21. Corbett, R.B. (2004.), A View of the Future of Risk Management, *Risk Management*, 6(3), 51-56. <https://www.jstor.org/stable/3867778>
22. Damodaran, A. (2007). *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*. New Jersey: Pearson
23. Damodaran, A. (2009.), *Strategic Risk Taking: A Framework for Risk Management*, New Jersey: Wharton School Publishing
24. Daud, W. N. W. D., Yazid, A. S., i Hussin, H. M. R. (2010.), The Effect Of Chief Risk Officer (CRO) On Enterprise Risk Management (ERM) Practices: Evidence From Malaysia, *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 9(11), 55-64. <https://doi.org/10.19030/iber.v9i11.30>
25. Dickinson, G. (2001.), Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 26(3), 360-366. <https://www.jstor.org/stable/41952578>

26. Domazet, A., Domljan, V., Peštek, A. i Hadžić, F. (2020.), *Održivost emigracija iz Bosne i Hercegovine*, Sarajevo: Friedrich Ebert Stiftung BiH, str. 31
27. Duffie, D. i Pan, J. (1997.), An Overview of Value at Risk, *Journal of Derivatives*, 4(3), 7-49. <https://doi.org/10.3905/jod.1997.407971>
28. Efendić, A. (2021.), *How migration, human capital and the labour market interact in Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s https://www.etf.europa.eu/sites/default/files/2021-06/migration_bosnia_and_herzegovina.pdf
29. Ekapija (2019.), Tri domaće pivare u top 10 listi u BiH - Strana piva dominiraju u premijum klasi preuzeto 27. travnja 2022. s <https://www.ekapija.com/news/2538786/tri-domace-pivare-u-top-10-listi-u-bih-strana-piva-dominiraju>
30. Ekopak (b.d.), preuzeto 20. svibnja 2022. s <https://www.ekopak.ba/bs/pages/1/kompanija>
31. Friedrich Naumann Stiftung (2022.), *Redovni ekonomski izvještaj BiH četvrti kvartal 2021.* [e-publikacija], preuzeto s https://www.freiheit.org/sites/default/files/2022-04/fnfrer_q4_2021.pdf
32. Fučkan, Š. i Sabol, A. (2015.), *Planiranje poslovnih dometa*. Zagreb: HUM NAKLADA d.o.o.
33. GII (2021.), *Global Innovation Index Bosnia and Herzeovina 2021* [e-publikacija], preuzeto s https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2021/ba.pdf
34. Grant, R.M. (2021.), *Contemporary Strategy Analysis*, 11. izd., New Jersey: John Wiley & Sons
35. Holton, G. A., (2004.) Defining risk, *Financial Analysts Journal*, 60(6), 19-25. <https://www.jstor.org/stable/4480615>
36. Jorion, P. (2010.), Risk Management, *Annual Review of Financial Economics*, 2, 347-365. <https://ssrn.com/abstract=1707921>
37. Karić, M. (1995.), Mjerenje rizika u uvjetima diverzificiranih investicija, *Ekonomski vjesnik*, 1(8), 91-101. <https://hrcak.srce.hr/file/331385>
38. Lam, J. (2017.), *Implementing Enterprise Risk Management: From Methods to Applications*. New Jersey: John Wiley & Sons
39. Martinović, D., Veselinović, Lj. i Mangafić, J. (2021.), Mala i srednja poduzeća u Federaciji Bosne i Hercegovine – stanje perspektive i poslovanje u sjeni svjetske

- pandemije, *International Journal of Multidisciplinary in Business and Science*, 7(11), 43-50. <https://hrcak.srce.hr/file/378417>
40. Mašić, M. (2022.), Porezni poticaji u Federaciji BiH, *Računovodstvo i poslovne finansije*, <https://feb.ba/casopis-mart-2022/>.
41. Megla, I., Kurnoga, N. i Dolinar, D. (2017.), Primjena Value-at-Risk metode u analizi sastavnica indeksa CROBEX10, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 15(2), str. 15-27. <https://doi.org/10.22598/zefzg.2017.2.15>
42. Merna, T. i AL-Thani, F. (2008.), The Evolution of Risk Management and the Risk Management Process, u: *Corporate Risk Management* (str. 39-65). New Jersey: Wiley & Sons
43. Miloš Sprčić, D. (2013.), *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija
44. Miloš Sprčić, D. (2020.), Enterprise Risk Management – Value Based Approach to Managing Risks Holistically, u: Zoričić, D., Pecina, E., Sabol, A. I Dvorski Lacković, I. (ur.), *Enterprise Risk Management: THEORY AND PRACTICE WITH SELECTED CASE STUDIES OF MULTINATIONAL COMPANIES* (str. 1-61). Zagreb: Sveučilišna tiskara d.o.o.
45. Miloš Sprčić, D. i Bedeković, K. (2019.), Integrirano upravljanje rizicima – strateški alat za bolje upravljanje poslovanjem. U: Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (ur.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb
46. Miloš Sprčić, D. i Jakirlić, L. (2017.), Upravljanje reputacijskim rizikom korištenjem modela integriranog upravljanja rizicima, u: Pavković, A. (ur.), *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu* (str. 17-145). Zagreb: Ekonomski fakultet u Zagrebu
47. Miloš Sprčić, D. i Orešković Sulje, O. (2012.), *Procjena vrijednosti poduzeća: Vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb
48. Miloš Sprčić, D. i Radić, D. (2011.), Kvantifikacija izloženosti rizicima - usporedba i ocjena metoda VaR i CFaR, *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 9(1), str. 55-70. <https://hrcak.srce.hr/70792>

49. Miloš Sprčić, D. i Sprčić, P. (2007.), Upravljanje financijskim rizikom u poduzećima članicama europskog udruženja trgovaca energijom, Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 5(1), str. 345-359. <https://hrcak.srce.hr/26140>
50. Miloš Sprčić, D., Puškar, J., i Zec, I. (2019.), *Primjena modela integriranog upravljanja rizicima: Zbirka poslovnih slučajeva*. Zagreb: Ekonomski fakultet – Zagreb
51. NYU Stern School of Business, Country Default Spreads and Risk Premiums, preuzeto 7. siječnja 2022. s https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
52. Olson, D.L. i Wu, D. (2020.), *Enterprise risk management models*, 3.izd. Berlin: Springer
53. Orlić, M. (2021.), *Analiza utjecaja pandemije bolesti COVID-19 na tržište rada u Bosni i Hercegovini* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.esap.online/docs/169/the-impact-of-the-covid-19-pandemic-in-bosnia-and-herzegovina>
54. Orsag, S. (2011.), *Vrijednosni papiri: Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Revicon
55. Orsag, S., (2015.), *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis
56. Osmanagić Bedenik, N. (2003.), *Kriza kao šansa*. Zagreb: Školska knjiga
57. Pongrac, B., Majić, T. (2015.), Upravljanje poslovnim rizicima, *Tehnički glasnik*, 9(1), 94-98. <https://hrcak.srce.hr/138002>
58. Porter, M. E. (1998.), *Competitive Strategy: Techniques for analyzing Industries and Competitors*. New York: The Free Press
59. Porter, M. i Kramer, M.R. (2002.), *The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy*, preuzeto 11. kolovoza 2021. s <https://hbr.org/2002/12/the-competitive-advantage-of-corporate-philanthropy>
60. Privredna Štampa (2018.), Pivarska industrija u BiH posluje u iznimno nepovoljnim uslovima, preuzteo 27. ožujka 2022. s <http://privrednastampa.ba/pivarska-industrija-u-bih-posluje-u-iznimno-nepovoljnim-uslovima/>
61. Radio Kameleon (2020.), Pivarska industrija u BiH u 2019. godini imala veći uvoz nego izvoz piva, preuzteo 27. ožujka 2022. s <https://radiokameleon.ba/2020/02/11/pivarska-industrija-u-bih-u-2019-godini-imala-veci-uvoz-nego-izvoz-piva/>

62. Sabol, A. (2020.), Okvir za izradu VRIO analize, kolegij *Planiranje*, smjer Analiza i poslovno planiranje, akademska godina 2020/2021., Ekonomski fakultet Zagreb.
63. Slobodna Bosna (2021.), ŠTA POKAZUJE ANALIZA: Evo kako su poslovale pivare u BiH, preuzeto 27. ožujka 2022. s <https://www.slobodna-bosna.ba/vijest/209468/sta-pokazuje-analiza-evo-kako-su-poslovale-pivare-u-bih.htm>
64. Taleb, N.N. (2007.), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, New York: Random House
65. The World Bank (2019.), *Global Competitiveness Index* na dan 25.01.2022 [podatkovni dokument], preuzeto s https://govdata360.worldbank.org/indicators/ha03bec65?country=BIH&indicator=41472&viz=line_chart&years=2017,2019
66. Transparency International (2021.), *Corruption Perception Index* na dan: 25.01.2022 [podatkovni dokument], preuzeto s <https://www.transparency.org/en/cpi/2021/index/bih>
67. Udruženje poslodavaca (2021.), *Analiza rezultata ankete o percepciji, učestalosti i oblicima korupcije u realnom sektoru FBiH* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.mreza-mira.net/wp-content/uploads/2021/02/Analiza-rezultata-ankete-V1.pdf>
68. WFD (2020.), *Cost of Youth Emigration from Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.wfd.org/what-we-do/resources/cost-youth-emigration-bosnia-and-herzegovina-wfd-research>
69. Wheelen, T.L. i Hunger, J.D. (2012.), *Strategic Management and Business Policy toward Global Sustainability*. New Jersey: Pearson
70. World Bank Group (2020.), *Doing Business 2020 Bosnia and Herzegovina* [e-publikacija], preuzeto s <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/b/bosnia-and-herzegovina/BIH.pdf>
71. Žager, K., Mamić Šačer, I., Sever, S., Žager, L., (2017.), *Analiza financijskih izvještaja*, 3 izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovodstva i financijskih djelatnika

Popis slika

Slika 1 Rizik i neizvjesnost – stupnjevi (ne)sigurnosti	3
Slika 2 Utjecaj upravljanja rizicima na vrijednost poduzeća	10
Slika 3 Proces integriranog upravljanja rizicima	12
Slika 4 Porterov model pet sila	16
Slika 5 Mapa rizika	23
Slika 6 Hedžing i vrijednost novčanih tokova pri riziku.....	27
Slika 7 Udio prihoda segmenata u prihodima od prodaje u 2020. godini	30
Slika 8 Mapa rizika Bihačke pivovare	88

Popis tablica

Tablica 1. Pregled rizika uzrokovanih događajem	5
Tablica 2 Generičke strategije	18
Tablica 3 Moguća pitanja prilikom identifikacije SWOT matrice.....	21
Tablica 4 Pregled razina i pripadajućih značajnosti rizika.....	22
Tablica 5 Pregled razina i pripadajućih vjerojatnosti rizika.....	22
Tablica 6 Prikaz odabranih pokazatelja strateške grupe	41
Tablica 7 VRIO model Bihaćke pivovare	52
Tablica 8 Skraćeni oblik bilance za razdoblje od 2015. do 2021. godine.....	55
Tablica 9 Skraćeni oblik računa dobiti i gubitka za razdoblje od 2015. do 2021. godine	57
Tablica 10 Dinamika temeljnih poslovnih aktivnosti poduzeća Bihaćka pivovara	57
Tablica 11 Pokazatelji poluge u razdoblju od 2015. do 2021. godine	59
Tablica 12 Pokazatelji likvidnosti u razdoblju od 2015. do 2021. godine	60
Tablica 13 Pokazatelji aktivnosti u razdoblju od 2015. do 2021. godine	61
Tablica 14 Pokazatelji profitabilnosti za razdoblje od 2015. do 2021. godine	62
Tablica 15 Pokazatelji investiranja u razdoblju od 2015. do 2021. godine.....	63
Tablica 16 SWOT analiza Bihaćke pivovare	64
Tablica 17 Plan prihoda od prodaje po segmentima za razdoblje od 2022. do 2026. godine ..	66
Tablica 18 <i>Pro forma</i> Računa dobiti i gubitka	69
Tablica 19 <i>Pro forma</i> Bilance	71
Tablica 20 Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala.....	72
Tablica 21 Izračun beta koeficijenta	73
Tablica 22 Izračun slobodnih novčanih tokova poduzeća	74
Tablica 23 Izračun ukupne sadašnje vrijednosti slobodnih novčanih tokova poduzeća	74
Tablica 24 Izračun dugoročne stope rasta	75
Tablica 25 Izračun procijenjene vrijednosti poduzeća temeljem slobodnih novčanih tokova poduzeća.....	76
Tablica 26 Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti poduzeća.....	76
Tablica 27 Analiza osjetljivosti procijenjene vrijednosti obične glavnice.....	77
Tablica 28 Kvantifikacija rizika likvidnosti.....	79
Tablica 29 Kvantifikacija intelektualnog rizika	80
Tablica 30 Kvantifikacija rizika sinergijskog učinka povećanja doprinosa i poreza na dohodak	81

Tablica 31 Kvantifikacija kamatnog rizika	82
Tablica 32 Kvantifikacija političkog rizika.....	82
Tablica 33 Kvantifikacija rizika rasta cijena sirovina i materijala.....	83
Tablica 34 Kvantifikacija rizika rasta trošarina na gorivo i stope PDV-a	84
Tablica 35 Kvantifikacija rizika smanjenja cijena uvoznog piva	85
Tablica 36 Kvantifikacija rizika ulaska novih ovlaštenih punioničara sokovana tržište	85
Tablica 37 Kvantifikacija operativnog rizika.....	86
Tablica 38 Kvantifikacija rizika ključne marke	87
Tablica 39 Pregled rizika s pripadajućom značajnosti i vjerojatnosti.....	88

Popis grafikona

Grafikon 1 Izvoz i uvoz u Bosni i Hercegovini.....	36
Grafikon 2 Kretanje stope nezaposlenosti i broja izdanih boravišnih dozvola građanima Bosne i Hercegovine u Europskoj Uniji.....	38
Grafikon 3 Poslovni rezultati strateške grupe	42
Grafikon 4 Uvoz piva u Bosni i Hercegovini.....	47
Grafikon 5 Usporedba segmenata poslovanja prema relativnoj promjeni prihoda i udjelu u prihodima u 2020. godini	48
Grafikon 6 Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Bihaćka pivovara ...	58
Grafikon 7 Dinamika temeljnih veličina poslovnih aktivnosti poduzeća Bihaćka pivovara ...	59
Grafikon 8 Povijesno i prognozirano kretanje prihoda od prodaje Bihaćke pivovare	66