

# Investiranje i utjecaj krize na investicije poduzeća

---

**Brlas, Maja**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Virovitica University of Applied Sciences / Veleučilište u Virovitici**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:165:546647>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-07**

*Repository / Repozitorij:*



[Virovitica University of Applied Sciences Repository](#) -  
[Virovitica University of Applied Sciences Academic Repository](#)



VELEUČILIŠTE U VIROVITICI  
Stručni diplomski studij Menadžment

MAJA BRLAS

INVESTIRANJE I UTJECAJ KRIZE NA INVESTICIJE PODUZEĆA  
DIPLOMSKI RAD

VIROVITICA, 2023.

VELEUČILIŠTE U VIROVITICI  
Stručni diplomski studij Menadžment

INVESTIRANJE I UTJECAJ KRIZE NA INVESTICIJE PODUZEĆA

DIPLOMSKI RAD

Predmet: Investicijski menadžment

Mentor:

dr.sc. Željka Kadlec, v.pred.

Student:

Maja Brlas, bacc.oec.

VIROVITICA, 2023.



Veleučilište u Virovitici

Stručni diplomski studij Menadžmenta - Smjer Menadžment malih i srednjih poduzeća

**OBRAZAC 1b**

**ZADATAK DIPLOMSKOG RADA**

Student/ica: MAJA BRLAS JMBAG: 0067541002

Imenovani mentor: dr. sc. Željka Kadlec, v. pred.

Imenovani komentor: -

Naslov rada:

*Investiranje i utjecaj krize na investicije poduzeća*

**Puni tekst zadatka diplomskog rada:**

Prikupljajući i istražujući relevantnu stručnu i znanstvenu literaturu studentica će predstaviti teorijske odrednice investiranja, investicijskih projekata te specifičnosti kod upravljanja krizom u poduzeću. Nadalje će predstaviti osvrt na proces investiranja i investicije u poduzeću Kraš d.d. u okviru analize praktičnih primjera, kojem je svrha povezati teorijski i empirijski dio rada. Na temelju analize podataka i načina njihova ophođenja tijekom krizne situacije studentica će dati svoje zaključke vezano za razradu teme.

Datum uručenja zadatka studentu/ici: 31.07.2023.

Rok za predaju gotovog rada: 18.09.2023.

Mentor:

dr. sc. Željka Kadlec, v. pred.

*Željka Kadlec*

Dostaviti:

1. Studentu/ici
2. Povjerenstvu za završni rad - tajniku

# INVESTIRANJE I UTJECAJ KRIZE NA INVESTICIJE PODUZEĆA

## INVESTING AND THE INFLUENCE OF CRISIS ON COMPANIES INVESTMENTS

**SAŽETAK** - Svrha ovog rada je definirati i detaljnije analizirati sam pojam investicija i investicijskih projekata. Također se želi dati uvid u utjecaj krize na realizaciju investicijskih projekata poduzeća. Najjednostavnije rečeno, investicije se definiraju kao ulaganja financijskih sredstava za stjecanje određene ekonomske koristi u budućnosti. U radu se navode obilježja investicija te što sve može motivirati poduzeća na investiranje. Investicijski projekti obuhvaćaju skup aktivnosti gdje se ulaganjem raznih resursa poduzeća želi stvoriti određena korist od investicije u budućnosti, bez obzira radi li se o ulaganju u dugotrajnu materijalnu imovinu ili vrijednosne papire. Slijedom navedenog, u radu su definirane različite vrste investicijskih projekata kao i rizik koji oni za sobom donose. Također je opisan sam proces upravljanja krizom u poduzeću te na kojim način bi poduzeće trebalo pristupiti investiranju za vrijeme krize. U radu je prikazan primjer konditorskog poduzeća koje se smatra liderom u svojoj djelatnosti te je napravljena analiza njegovih investicijskih aktivnosti prije, za vrijeme i nakon krize uvjetovane pandemijom virusa COVID – 19. Nakon teorijskog definiranja investicija, investicijskih projekata i investiranja za vrijeme krize te praktičnog prikaza novčanih tokova od investicijskih aktivnosti promatranog poduzeća, zaključno se može reći kako investiranje za vrijeme krize može poduzeću donijeti brojne koristi, iako većina poduzeća nastoji izbjegavati investiranja u kriznim vremenima.

**Ključne riječi:** investicije, proces investiranja, investicijski projekti, upravljanjem krizom

## SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
2. POJAM I ZNAČAJ INVESTICIJA .....	2
2.1. Obilježja investicija.....	3
2.2. Motivi investiranja .....	4
2.3. Proces investiranja.....	5
3. POJAM I KARAKTERISTIKE INVESTICIJSKIH PROJEKATA.....	8
3.1. Vrste investicijskih projekata.....	9
3.3. Metode isplativosti investicijskih projekata .....	13
3.4. Rizik investicijskih projekata.....	15
3.4.1. Individualna rizičnost projekta.....	17
3.4.2. Rizičnost projekta za poduzeće.....	20
3.4.3. Tržišna rizičnost investicijskog projekta .....	21
4. UPRAVLJANJE KRIZOM U PODUZEĆU .....	22
4.1. Uzroci krize u poduzeću .....	23
4.2. Proces upravljanja krizom .....	25
4.3. Investiranje u uvjetima krize.....	26
5. OSVRT NA MOGUĆNOST PRAKTIČNE PRIMJENE – KRAŠ D.D.....	29
5.1. Investicijski projekti poduzeća Kraš d.d.....	30
5.2. Utjecaj krize COVID – 19 na investicijske aktivnosti poduzeća Kraš d.d.....	32
5.3. Interpretacija podataka i prijedlozi za poboljšanje.....	35
6. ZAKLJUČAK .....	37
7. POPIS LITERATURE.....	38
8. POPIS ILUSTRACIJA .....	42

## 1. UVOD

U današnjem dinamičnom poslovnom okruženju, za opstanak poduzeća važno je kontinuirano ulaganje u razvoj poslovanja, bilo da se radi o ulaganju u materijalnu ili financijsku imovinu. Investicije označavaju ulaganje određenih financijskih sredstava u razne oblike imovine, da bi se kasnije stvorila korist od istih. Ponekad glavna prepreka u realiziranju investicija može biti kriza koja nastaje nenadano i često puta odvrća poduzeća od započinjanja procesa investiranja.

Problematika ovog rada usmjerena je na detaljnije analiziranje samog procesa investiranja s naglaskom na definiranje različitih vrsta investicijskih projekata te rizika kojeg oni za sobom donose. U radu se također uspostavlja veza između investiranja i utjecaja krize na investicije poduzeća. Odabirom ove teme želi se doprinijeti razmatranju važnosti investiranja za efikasno poslovanje poduzeća te kako kriza može utjecati na realiziranje i krajnji rezultat investicijskih projekata.

U skladu s navedenim, prvi dio rada odnosi se na definiranje samog pojma investicija i njihovih obilježja, motiva za investiranje te detaljnije analiziranje faza procesa investiranja. U drugom poglavlju analiza se pojam investicijskih projekata i njihovih glavnih karakteristika. Također se navode vrste investicijskih projekata, njihova financijska efikasnost i rizik koji donose za sobom. Treće poglavlje posvećeno je upravljanju krizom u poduzeću gdje se navode mogući unutarnji i vanjski uzroci nastanka krize, kako teče proces upravljanja krizom u poduzeću te na koji način kriza utječe na investiranje poduzeća. U posljednjem dijelu rada iznosi se primjer poduzeća Kraš d.d. koji je kroz posljednjih nekoliko godina realizirao brojne investicijske projekte koji su opisati u radu. Također se analizira na koji način je kriza uvjetovana pandemijom virusa COVID – 19 utjecala na investicijske aktivnosti poduzeća Kraš, gdje je napravljena analiza novčanih tokova od investicijskih aktivnosti prije, tijekom i nakon krize, tj. u razdoblju od 2019. do 2021. godine.

## 2. POJAM I ZNAČAJ INVESTICIJA

Investicije se mogu definirati kao ulaganja, ponajprije novčanih sredstava da bi se stekle određene ekonomske koristi, tj. profit. U tom smislu, investicije zapravo predstavljaju odgađanje potrošnje, kao što je to slučaj i kod štednje, no za razliku od štednje, investicije za sobom donose i određene rizike. Taj rizik veže se uz ostvarenje očekivanog učinka obavljenog ulaganja, a što je taj rizik veći, veća je i zarada od investicije (Orsag i Dedi, 2011). Investicije se također mogu definirati kao pretvorba financijskih i materijalnih dobara u trajne izvore dohotka što se postiže investiranjem u stvaranje kapitalnih dobitaka. One se mogu ostvariti na dva načina – neizravno i izravno. Neizravne investicije odnose se na ulaganje u određene pravne oblike koji daju pravo na udio u dohotku, kao što su to: dionice, obveznice, hipoteke i sl. dok se izravne investicije odnose na ulaganje u različite oblike realne imovine, npr. izgradnja novog proizvodnog pogona, nabava novih strojeva ili kupnja građevinskog objekta<sup>1</sup>. Investicije imaju utjecaj na nacionalni dohodak i to na dva različita načina. S jedne strane, veća razina investiranja dovodi do povećanja kapitalne opremljenosti rada što na kraju dovodi do povećanja proizvodnje i nacionalnog dohotka. S druge strane, njezina važna sastavnica je investicijska potrošnja čije promjene imaju utjecaj na razinu nacionalnog dohotka (Benić, 2004).

Prema Orsag i Dedi (2011) osnovna podjela investicija obuhvaća:

- realne,
- financijske i
- neopipljive investicije.

Realne investicije odnose se na ulaganje u opipljivu, materijalnu imovinu kao što su strojevi, oprema i sl. Glavna namjena ovakve vrste investicije nije ostvarenje prinosa, već njihova produktivna uporaba kako bi se pomoću njih što učinkovitije obavljale poslovne aktivnosti. Realne investicije uz sebe također vežu i neto obrtni kapital, stoga je ponekad teško odrediti i procijeniti vrijednost takvih investicija. S druge strane, financijske investicije odnose se na ulaganja u različite oblike financijske imovine poput dionica, obveznica i drugih vrijednosnih papira te upravo zbog toga, glavno obilježje ovakvih investicija je njihova visoka likvidnost. Financijske investicije obuhvaćaju sljedeće vrste prinosa: dividende, kamate i druge naknade. Neopipljive investicije odnose se na ulaganje u neopipljivu, tj. nematerijalnu vrstu imovine kao što su licence, patent, goodwill i sl. Također obuhvaćaju ulaganja u ljudske potencijale te je zbog toga, ponekad teško procijeniti isplativost takvih ulaganja.

---

<sup>1</sup> Investicije, <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=27720> (31.5.2023.)



Investicije u realnu imovinu mogu biti dugoročnog i kratkoročnog karaktera. Dugoročno investiranje u realnu imovinu odnosi se na ulaganje u imovinu kao što su strojevi, oprema, objekti i sl, a kratkoročno investiranje odnosi se na ulaganja u kratkotrajnu imovinu kao što su zalihe, potraživanja, gotov novac i sl. Navedene dvije vrste ulaganja u realnu imovinu međusobno su povezane jer investiranje u dugotrajnu materijalnu imovinu uvijek za sobom povlači i ulaganje u tekuću imovinu. Investicije u financijsku imovinu također mogu biti dugoročnog i kratkoročnog karaktera. Dugoročne financijske investicije odnose se na ulaganja u financijsku imovinu, najčešće dionice i obveznice, koje će investitor dugoročno držati radi ostvarenja zarade, dok se kratkoročne financijske investicije odnose na ulaganja u kratkoročne vrijednosnice kao npr. komercijalni zapisi, čiji su investitori najčešće financijske institucije. Investicije u neopipljivu imovinu obuhvaćaju investiranje u patente i licence, istraživanje i razvoj, ljudske potencijale, goodwill i sl., a razlikuju se od prethodno spomenutih realnih i financijskih investicije po tome što se ne vidi objekt investiranja kao ni rezultati investiranja, a njihovu isplativost teško je utvrditi jer se ostvaruju i vežu s investicijama u druge oblike imovine (Vukičević i Odošić 2013).

## 2.1. Obilježja investicija

Ukoliko se pod pojmom investicija misli na utržive financijske investicije, moguće je definirati šest temeljnih obilježja takvih investicija, to su: likvidnost, fungibilnost, djeljivost, homogenost, jednostavnost i sigurnost. U ovom kontekstu, likvidnost kao obilježje financijske investicije označava njezinu sposobnost zamjene za novac, tj. njezinu unovčivost po određenoj cijeni (Orsag i Dedi, 2011). Fungibilnost kao jedno od obilježja financijskih investicija, odnosi se na mogućnost zamjene jedne investicije za drugu, tj. zamjene jednog vrijednosnog papira za drugi jer imaju istu vrijednost i namjenu<sup>2</sup>. Djeljivost investicija odnosi se na njihovo lako kombiniranje u investicijskom portfelju što je zapravo posljedica izdavanja vrijednosnih papira u većem broju vrijednosno manjih pojedinačnih apoen. Homogenost označava sposobnost zamjene jedne financijske investicije za drugu. Pod sigurnošću misli se na sigurnost držanja i trgovanja financijskim instrumentima (Orsag, 2007).

Investicije u financijsku imovinu imaju obilježja visoke likvidnosti, homogenost, gotovo neograničenu djeljivost, lako utvrđivanje veličine i učinka investicije te lako kombiniranje i korištenje principa diversifikacije. S druge strane, investicije u realnu imovinu obilježava niska

---

<sup>2</sup> Fungibilnost, <https://hrportfolio.hr/investicijski-rjecnik?pojam=F> (17.6.2023.)

homogenost i nizak stupanj djeljivosti. Realna imovina je nelikvidna i ne može se brzo pretvoriti u gotov novac. Teško je utvrditi veličinu investicije u realnu imovinu kao i sam učinak te investicije, a kombiniranje i diversifikacija realne imovine vrlo su ograničeni, osobito na različite projekte velike vrijednosti (Vukičević i Odobašić 2013).

## 2.2. Motivi investiranja

Unazad nekoliko desetljeća, brojni ekonomisti bavili su se pitanjem zašto poduzeća investiraju te kako investicije poduzeća u konačnici utječu na cjelokupno gospodarstvo neke zemlje. U kratkom roku, investicije utječu na povećanje bruto domaćeg proizvoda, dok dugoročno gledano, one mogu utjecati na cjelokupni rast gospodarstva. Jedan od motiva investiranja je povećanje produktivnosti tj. različite investicije poduzeća povećavaju njegov proizvodni kapacitet, što na kraju rezultira većom proizvodnjom dobara i usluga sa istom količinom rada. Ako se produktivnost poveća tj. ako poduzeće postane sposobno stvoriti veću količinu outputa sa istom razinom inputa tada će se i njegove investicije vjerojatno povećati. Na primjer, produktivnost poduzeća može se povećati ako pronađe načine za smanjenje troškova proizvodnje. Snižavanjem troškova proizvodnje poduzeće može ostvariti veći profit po jedinici ili prodati više svojih proizvoda po nižoj cijeni. Nakon toga poduzeće se može širiti i zapošljavati više radnika, a investicije će dalje rasti. Ukoliko se u obzir uzmu mala i srednja poduzeća, jedan od motiva investiranja je i jednostavnost kreditiranja od strane banaka. Velika poduzeća upravo zbog svoje veličine imaju olakšani pristup tržištu dionica, korporativnih obveznica i tržištima kratkoročnih zajmova, ali mala i srednja poduzeća nemaju takav luksuz. Mala i srednja poduzeća primarno se oslanjaju na pristup kreditima kroz dugogodišnje odnose s bankama za financiranje svojih investicija<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> What makes companies invest?,  
[https://www.richmondfed.org/publications/research/econ\\_focus/2020/q4/feature2](https://www.richmondfed.org/publications/research/econ_focus/2020/q4/feature2) (17.6.2023.)

### 2.3. Proces investiranja

U kontekstu investiranja, portfelj označava skup financijske imovine koju određeno poduzeće ili pojedinac posjeduje, a on može obuhvaćati vrijednosne papire poput dionica i obveznica te novac u raznim oblicima – gotovini, na depozitima po viđenju i sl. Kako bi se rizik pojedinih investicija smanjio, poduzeća često nastoje diversificirati svoje portfelje, tj. ulažu u različite oblike vrijednosnih papira i novca<sup>4</sup>. Prilikom izgradnje vlastitog portfelja, poduzeća prvo donose odluku o diversifikaciji portfelja. Ono obuhvaća donošenje odluke o alokaciji imovine gdje odabire vrstu imovine u koju će investirati i donošenje odluke o odabiru vrijednosnica gdje odabire vrijednosnice unutar svake pojedine vrste imovine. Postoje dvije strategije za izgradnju portfelja, to su „top – down“ i „bottom – up“ strategije. „Top – down“ strategija započinje već spomenutom alokacijom imovine, gdje poduzeće odlučuje koliki će dio ukupnog portfelja prebaciti u dionice, obveznice i druge vrijednosnice, a tek nakon donošenja odluke o alokaciji imovine, poduzeće može donijeti odluku koje će dionice zadržati. S druge strane, kod strategije „bottom – up“ portfelj se usmjerava na imovinu koja nudi najprivlačnije prilike za investiranje (Bodie, Kane, Marcus, 2006).

Prema Brzakoviću (2005) investiranje je složen proces, a da bi se njime moglo efikasno upravljati potrebno je poznavati i razumjeti: determinante o kojima ovise investicijski ciljevi poduzeća, investicijske proizvode u koje poduzeće ulaže, načine vrednovanja i procjene realnosti cijena pojedine financijske imovine, investicijske strategije pomoću kojih se ostvaruju investicijski ciljevi, načine na koje se može izgraditi portfelj te tehnike za ocjenu učinkovitosti investiranja. Proces investiranja sastoji se od pet faza:

1. Utvrđivanje investicijskih ciljeva
2. Utvrđivanje investicijskih ograničenja
3. Formuliranje investicijske politike i izbor financijske imovine
4. Kontinuirano praćenje i revizija portfelja.

Proces investiranja počinje postavljanjem investicijskih ciljeva na osnovu dva parametra: zahtijevanog prinosa i tolerancije prema riziku. U pravilu, investitori od rizičnije investicije očekuju veći prinos i obrnuto. Ovaj odnos između očekivanog prinosa i rizika poznat je pod nazivom „cijena rizika“, a o cijeni rizika koju je investitor spreman prihvatiti ovisi i izbor vrijednosnih papira u koje će investirati. Ciljevi investiranja ovise i o tome o kakvom je ulagaču riječ. Postoje individualni i profesionalni ulagači, mirovinski fondovi, investicijski fondovi, društva za životno osiguranje, druga osiguravajuća društva, banke i zaklade. Kod individualnog

---

<sup>4</sup> Portfelj, <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=49584> (19.6.2023.)

ulagača, glavni faktor koji utječe na njegova ulaganja je položaj u kojem se trenutno nalazi njegov životni ciklus. U skladu s time, prva važnija odluka vezana uz ulaganje za mnoge pojedince je ulaganje u obrazovanje, koje se smatra zapravo ulaganjem u „ljudski kapital“ (Bodie, Kane, Marcus, 2006). Druga važna odluka o investiranju kod pojedinca je ulaganje u pokretnu ili nepokretnu imovinu, primjerice, kuća ili automobil. Prolaskom radnog vijeka pojedinca, on akumulira sve više financijskih sredstava koja može investirati na tržištu kapitala kupnjom vrijednosnih papira ili udjela u investicijskim fondovima<sup>5</sup>. S druge strane profesionalni ulagači nude usluge upravljanja investicijama uz određene naknade. Dije se na osobne skrbnike i uzajamne fondove. Osobni skrbnici su institucije ili osobe koje upravljaju imovinom neke druge osobe. Skrbnici su obično banke ili odvjetnici, dok pod uzajamne fondove spadaju poduzeća koja upravljaju skupom sredstava pojedinačnih ulagača. Kod mirovinskih fondova postoje dva tipa programa: s definiranim doprinosom i s definiranim davanjima. Mirovinski programi s definiranim prinosima odnose se na štedne račune organizirane od strane poduzeća za svoje zaposlenike, gdje poslodavac puni fondove, a zaposlenici snose rizik uspješnosti ulaganja. Nasuprot tome, mirovinski program s definiranim davanjima odnosi se na obvezu poslodavca da osigura točno definirani godišnji iznos mirovine. Poslodavac ima obvezu plaćanja, a imovina u mirovinskim fondu osigurava garanciju za obećane mirovine (Bodie, Kane, Marcus, 2006). Investicijski fondovi kao jedna vrsta ulagača predstavljaju financijske posrednike čiji je zadatak prikupljanje sredstava od individualnih ulagača i ulaganje istih u različite vrste vrijednosnih papira. Svaki ulagač ima određeni udio u investicijskom fondu, a usluge koje investicijski fondovi nude svojim klijentima su: profesionalna administracija, profesionalno upravljanje, diversifikacija te niski transakcijski troškovi<sup>6</sup>. Društva za životno osiguranje kao jedna od vrsta ulagača, ulažu kako bi pokrili svoje obveze koje su određene izdanim policama. Kako bi smanjilo rizik, društvo može ulagati u imovinu koja će donijeti više u slučaju da pokriće na polici osiguranja postane skuplje. Banke kao ulagači djeluju putem kredita koje odobravaju, a zarađuju na pozitivnoj razlici između plasirane i posuđene kamatne stope. Zaklade se obično financiraju od darova jednog ili više sponzora, a ciljevi njihovog ulaganja su postizanje stalnih prihoda izloženih umjerenoj razini rizika (Bodie, Kane, Marcus, 2006).

---

<sup>5</sup> Investiranje, <https://blog.dnevnik.hr/investiranje/2009/12/1627153747/ulagaci-proces-i-ogranicenja-ulaganja.html> (17.8.2023.)

<sup>6</sup> Investiranje, <https://blog.dnevnik.hr/investiranje/2009/12/1627153747/ulagaci-proces-i-ogranicenja-ulaganja.html> (17.8.2023.)

Druga faza u procesu investiranja je utvrđivanje investicijskih ograničenja. Jedna od osnovnih determinanti ograničenja je likvidnost. Vrijednosni papir je likvidan ukoliko se može u kratkom roku prodati, bez prevelikih razlika u cijeni. Likvidnost ima svoju vremensku i cjenovnu dimenziju. Vremenska dimenzija označava vrijeme koje je potrebno da se neki vrijednosni papir proda, dok cjenovna dimenzija označava odstupanje prodajne cijene vrijednosnice u odnosu na njezinu fer vrijednost. Jedno od ograničenja na koje ulagači moraju obratiti pozornost je i horizont ulaganja tj. vrijeme planiranog povrata uložених sredstava. Propisi i zakonska regulativa kao npr. limit investiranja u određene vrijednosne papire, također može predstavljati ograničenje za profesionalne ulagače (Brzaković, 2005).

Nakon što ulagači utvrde ciljeve i ograničenja svojih ulaganja, slijedi formuliranje investicijske politike i izbor financijske imovine u koju će ulagač investirati. Ova faza procesa investiranja odnosi se zapravo na donošenje odluke o alokaciji imovine, tj. dijeljenje portfelja na osnovne kategorije imovine kao što su: novčani ekvivalenti, dionice, obveznice, strane dionice i obveznice, nekretnine te plemeniti metali i ostala roba. Nakon što ulagač odredi koju vrstu imovine želi držati u svome portfelju, može se preciznije odabrati pojedinačna vrijednosnica za kupnju (Bodie, Kane, Marcus, 2006). Postoje dvije vrste politika ulaganja: aktivna i pasivna. Aktivnu politiku ulaganja karakterizira poznavanje i detaljno analiziranje tržišta te pronalaženje onih vrijednosnica koje u budućnosti mogu donijeti veću zaradu. S druge strane, pasivna politika najčešće podrazumijeva kupnju udjela u investicijskom fondu upravo kako bi se izbjegle detaljne analize pojedinačnih vrijednosnica. Pasivno ulaganje ulagaču može donijeti veću zaradu uz puno niže troškove u odnosu na aktivno ulaganje<sup>7</sup>.

Posljednja faza u procesu investiranja odnosi se na kontinuirano praćenje i reviziju portfelja. Kako se mijenjaju performanse različitih oblika imovina, tako će se mijenjati i imovina u portfelju ulagača. Primjerice, ako će tržište dionica ostvarivati bolje rezultate od tržišta obveznica, udio dionica u portfelju ulagača će se povećati, dok će se udio obveznica smanjiti. Investiranje je dinamičan proces koji od ulagača zahtjeva kontinuirano revidiranje i preispitivanje njegovih odluka (Bodie, Kane, Marcus, 2006).

---

<sup>7</sup> Aktivno ulaganje naspram pasivnog ulaganja: Koja je razlika?, <https://investing-network.com/hr/blog/active-versus-passive/> (19.6.2023.)

### 3. POJAM I KARAKTERISTIKE INVESTICIJSKIH PROJEKATA

Investicijski projekt obuhvaća niz akcija na temelju kojih poduzeće donosi odluku o ulaganju financijskih sredstava i definira sve aktivnosti planiranja, vođenja, financiranja, i kontroliranja provedbe tog projekta. Investicijski projekt predstavlja osnovu za razvoj ne samo poduzeća koje ga provodi, već i cjelokupnog gospodarstva u kojem to poduzeće djeluje. Provedba investicijskog projekta zahtjeva puno vremena, truda i troškova te njegovoj pripremi treba posvetiti puno pozornosti (Prdić i Tolušić, 1996). Planiranje nekog investicijskog projekta može se definirati kao proces prilagođavanja raspoloživih resursa poduzeća te njihova upotreba, a uključuje pripremanje, ocjenjivanje, izvedbu i poslovanje investicijskog projekta. Može se reći kako je planiranje investicijskog projekta zapravo primjenjivanje određenih metoda i tehnika rada koje su usmjerene na izradu pouzdane dokumentacijske osnove za donošenje odluke o prihvatljivosti pojedinih rješenja i investicijskoga projekta u cjelini (Bendeković i sur., 2007). Bez obzira na tip i vrstu investicijskih odluka, postoje četiri zajedničke karakteristike svih investicijskih projekata nekog poduzeća, a one su prikazane u tablici 1.

Tablica 1. Karakteristike investicijskih projekata

KARAKTERISTIKE PROJEKTA	OBJAŠNENJE
<b>Dugoročni karakter projekta</b>	Vezivanje novca u nenovčane oblike fiksne imovine i u povećanje permanentne tekuće imovine u dugom roku, karakteristično je za sve oblike investicijskih projekata. Zbog ove karakteristike, određivanje financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća je glavna zadaća svakog investicijskog projekta.
<b>Vremenski jaz između investiranja i efekata investiranja</b>	Ova karakteristika odnosi se na vremenski razmak, tj. jaz između investicijskih ulaganja i pritjecanja novčanih efekata tog ulaganja. Kod investicijskih projekata u realnu imovinu potrebno je više vremena kako bi se projekt realizirao, npr. izgradnja novog pogona i sl.

<p align="center"><b>Medusobna ovisnosti investiranja i financiranja</b></p>	<p>Investicijski projekti u povećanje permanentne ili tekuće imovine izazivaju i potrebu za dugoročnim financiranjem tog povećavanja resursa imovine, tj. dugoročne investicije sa sobom donose potrebu za povećanjem dugoročnog kapitala poduzeća.</p>
<p align="center"><b>Rizik i neizvjesnost</b></p>	<p>Poduzeće preuzima rizik i neizvjesnost, ulaganjem u investicijski projekt u sadašnjosti kako bi se postigle određene koristi od njega u budućnosti. Niži stupanj rizika imaju investicije u zamjenu, dok novi projekti sa sobom donose veći rizik, ali i veću korist.</p>

*Izvor: prilagođeno prema: Orsag, S. (2007): Budžetiranje kapitala – Procjena investicijskih projekata.*

*Zagreb: MASMEDIA, str. 53*

### 3.1. Vrste investicijskih projekata

Prema Orsag i Dedi (2011) investicijski projekti dijele se na različite vrste, ovisno iz kojeg aspekta se promatraju. Klasifikacija investicijskih projekata ovisi o karakteristikama same investicije. Kriteriji prema kojima se najčešće dijele su investicijski projekti prema:

- aktivnosti – proizvodni projekti (ulaganje u fiksnu i permanentnu tekuću imovinu), marketinški projekti (ulaganje u poboljšanje prodaje), transportni projekti (ulaganja u prijevoz ljudi i robe), projekti informatizacije (ulaganje u informatičku opremu i programsku podršku) te projekti istraživanja i razvoja
- opsegu ulaganja – mali projekti (zahtijevaju skromna ulaganja i nemaju presudnu važnost za poduzeće) i veliki projekti (zahtijevaju značajna ulaganja, a neuspjeh može izazvati značajne posljedice za poslovanje poduzeća)
- investicijskom razdoblju – projekti s dugim i projekti s kratkim razdobljem investiranja
- odnosu investicijskih troškova i učinaka ulaganja – PIPO (jednokratno ulaganje – jednokratni učinak), CIPO (višekratno ulaganje – jednokratni učinak), PICO (jednokratno ulaganje – višekratni učinak), CICO (višekratno ulaganje – višekratni učinak)
- modelu tekućih novčanih tokova – Projekti s konvencionalnim novčanim tokovima (projekti kod kojih investicijski troškovi prethode čistim novčanim tokovima, a prijelomna točka nastaje na prijelazu razdoblja investiranja u razdoblje efektuiranja, tj.

ostvarivanja učinaka od projekta) i projekti s nekonvencionalnim novčanim tokovima (projekti koji mogu izazvati značajne troškove koji kasnije mogu rezultirati pojavom negativnih novčanih tokova na kraju razdoblja efektuiranja)

- odlučivanju o projektu – odluka „da ili ne“ (ocjena individualne učinkovitosti projekta)
- ekonomskoj međuovisnosti – ovisni projekti (teško ih je analizirati jer treba uzeti u obzir međuovisnost kretanja njihovih novčanih tokova) i neovisni projekti (situacija kada novčani tokovi jednog projekta ne ovise o novčanim tokovima drugog projekta)
- postojećem poslovanju – projekti zamjene (obuhvaćaju projekte zamjene radi održavanja trenutnog poslovanja, radi reduciranja troškova i održavanja poslovanja te radi proširenja poslovanja tj. ekspanzije), projekti ekspanzije tj. proširenja (proširenje postojećih proizvoda ili tržišta, ekspanzija u nove proizvode ili tržišta i diversifikacija) i ostali projekti (investicije u istraživanje i razvoj, kozmetičke investicije i investicije u sigurnost)
- modelu rasta – projekti internog rasta poduzeća (investicije u povećanje vlastitih poslovnih operacija) i projekti eksternog rasta poduzeća (investicije u preuzimanje tuđih poslovnih operacija).

Investicijski projekti također mogu biti podijeljeni prema vrstama resursa koji se koristi u investiciji, primjerice neki projekti iziskuju velike količine gotovine, dok drugi mogu iziskivati veliko građevinskog zemljište ili neku ključnu osobu za njihovu provedbu kao i prema utjecaju kakav jedna investicija ima na drugu – neki investicijski projekti mogu se realizirati samo uz pomoć dopunskih investicija. Isto tako, investicijski projekti mogu se dijeliti prema opsegu ulaganja koji je potreban da bi se investicijski projekt proveo, modelu tekućih novčanih tokova te odnosu investicijskih troškova i učinaka ulaganja. Također postoji podjela investicijskih projekata prema funkcijama koje upravljaju investicijskim projektima (proizvodnja, nabava, prodaja, marketing...) te industrijska klasifikacija projekata u kojoj se promatra njihova međusobna ovisnost (Beriša, 2021 prema Bierman i Smidt, 1990). Čulo (2010) navodi kako se investicijski projekti također mogu podijeliti prema izvorima i načinu financiranja, pa tako postoje:

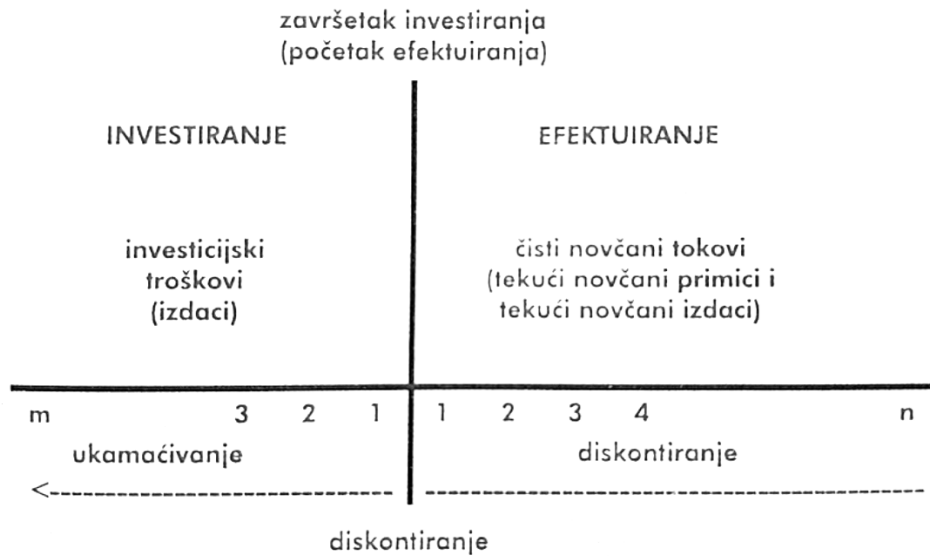
- privatni projekti – projekti financirani privatnim sredstvima
- javni projekti – projekti financirani javnim sredstvima, tj. iz proračuna
- mješoviti projekti – projekti financirani i javnim i privatnim sredstvima
- projekti javno – privatnog partnerstva.



### 3.2. Financijska efikasnost investicijskih projekata

Financijska efikasnost investicijskih projekata određena je dinamikom i veličinom novčanih tokova koji se očekuju u budućnosti kao i vrijednošću tih novčanih tokova. Novčani tokovi i izdaci svakog investicijskog projekta mogu se klasificirati na dva razdoblja u životnom ciklusu projekta, a to su: razdoblje investiranja i razdoblje efektuiranja. U razdoblju investiranja nastaju novčani izdaci potrebni za provedbu projekta kao što su nabava fiksne imovine potrebne za efektuiranje investicijskog projekta te osiguranje povećanih potreba za neto obrtnim kapitalom. Navedeni izdaci nazivaju se investicijskim troškovima. S druge strane, razdoblje efektuiranja odnosi se na ostvarivanje tekućih novčanih primitaka od investicijskog projekta. Da bi se navedeni primici ostvarili, potrebna je kontinuirana opskrba materijalom, energijom i ostalim resursima te kontinuirana isplata plaća zaposlenicima. Navedeni izdaci predstavljaju tekuće novčane izdatke koji su potrebni da bi se ostvarili prethodno spomenuti novčani primici (Orsag i Dedi, 2011). Razdoblje investiranja predstavlja razdoblje u kojeg se ulaže u nabavku fiksne imovine i u povećanje neto obrtnog kapitala koji je potreban da bi se održao što veći obujam poslovne aktivnosti. Takva vrsta investiranja dovodi do stvaranja novčanih izdataka. S druge strane, razdoblje efektuiranja je razdoblje u kojem projekt počinje stvarati novčane primitke od prodaje proizvoda tj. usluga, ali također se javljaju i tekući novčani izdaci koji se odnose na plaće zaposlenika, potrošni materijal i druge proizvodne stavke koje su potrebne za provođenje poslovnih procesa koje investicijski projekt zahtijeva (Beriša, 2021 prema Gotze, Northcott i Schuster, 2015). Čisti novčani tokovi projekta predstavljaju razliku između spomenutih primitaka i izdataka. S obzirom da se primici i izdaci od projekta predviđaju temeljem prognoziranja prihoda i troškova koje projekt ostvaruje tijekom razdoblja efektuiranja, često se primici i troškovi projekta ne utvrđuju odvojeno, već se utvrđuju samo očekivani čisti novčani tokovi tog projekta (Orsag i Dedi, 2011). Na slici 1 prikazano je razdoblje investiranja i efektuiranja projekta.

**Slika 1. Razdoblje investiranja i efektiviranja projekta**



*Izvor: Orsag, S. (2007): Budžetiranje kapitala: procjena investicijskih projekata. Zagreb: Masmedia, str. 25*

Brzina akumuliranja novčanih tokova, tj. njihova vrijednosna raspodjela po razdobljima efektiviranja važna je za financijsku efikasnost projekta. Posebno se ističe kod uobičajenih strujanja novčanih tokova investicija čiji su učinci skromni, posebice u prvim godinama efektiviranja, a ponekad su čak i negativni, a time da dolazi do njihovog postupnog povećavanja, a nakon što dosegnu svoj maksimum u zreloom životnom dobu projekta dolazi do njihovog postupnog smanjivanja. (Orsag, 2007). Dinamika kao i trajanje razdoblja investiranja i efektiviranja ovisi o samoj vrsti projekta. Kod nekih projekata proces investiranja odvija se odjednom, ali u praksi se najčešće odvija kroz nekoliko faza. Svaka pojedina faza može imati učinke različitih dinamika i veličina tijekom trajanja iduće faze investiranja. Kod većine projekata dolazi do postepenog povećanja obujma poslovanja što je potrebno koordinirati sa ulaganje u povećanje neto obrtnog kapitala. Kada dođe do kraja životnog vijeka projekta, preostala imovinu ima svoju likvidacijsku vrijednost, a ta imovina može biti u obliku opreme, postrojenja, neto obrtnog kapitala i sl. Navedena vrijednost naziva se još i rezidualna vrijednost projekta i tretira se kao novčani primitak koji će se realizirati na kraju razdoblja efektiviranja (Beriša, 2021 prema Gotze, Northcott, Schuster, 2015).

Kako bi se donijela odluka o prihvaćanju ili odbacivanju nekog investicijskog projekta, potrebno je prethodno analizirati investicijske troškove, čiste novčane tokove i rezidualnu vrijednost tog investicijskog projekta. Analiza novčanih tokova može se napraviti na dva

načina: analiziranjem originalnih i diskontiranih novčanih tokova. Diskontirani novčani tok smatra se temeljem financijske analize, što dovodi do zaključka da je ispravnije analizirati novčane tokove projekta, a pritom je potrebno uzeti u obzir njihove vremenske vrijednosti. S druge strane, originalni novčani tokovi analiziranju se samo kao predmet spoznavanja krajnjeg rizika, tj. koliko vremena je potrebno da se vrati uloženi novac (Orsag, 2007).

### 3.3. Metode isplativosti investicijskih projekata

Prilikom analize isplativosti investicijskog projekta, promatraju se neto primici. Bez obzira na vrstu investicijskog projekta, postoji velik broj različitih metoda za analizu isplativosti projekata. U praksi se najčešće koriste sljedeće metode (Vukičević i Odošić, 2013):

1. razdoblje povrata ulaganja
2. neto sadašnja vrijednost
3. interna stopa rentabilnosti
4. relativna sadašnja vrijednost
5. indeks rentabilnosti
6. modificirana interna stopa rentabilnosti.

Metodom razdoblja povrata ulaganja utvrđuje se vrijeme koje je potrebno da se iznos ulaganja vrati investitoru, a što je to vrijeme kraće, to je projekt efikasniji. Navedena metoda matematički se može zapisati u sljedećem obliku:

$$I = \sum_{n=1}^n NT_n$$

U navedenoj formuli  $I$  označava ukupan iznos investicije,  $n$  označava razdoblje povrata ulaganja, a  $NT$  su novčani primici po godinama  $n$  (Vukičević i Odošić, 2013).

Kod metode neto sadašnje vrijednosti, od zbroja neto novčanih primitaka iz ekonomskog toka projekta oduzima se ukupan iznos investicije. Ukoliko je razlika nula ili veća od nule, tada je projekt isplati i obrnuto. Formula za metodu neto sadašnje vrijednosti je sljedeća:

$$NSV = \sum_{N=1}^n NT_n - I$$

U prikazanoj formuli  $NSV$  označava neto sadašnju vrijednost,  $\sum_{n=1}^n NT_n$  označava zbroj neto novčanih primitaka u ekonomskom vijeku projekta, a  $I$  označava ukupan iznos ulaganja (Vukičević i Odošić, 2013).

Metodom interne stope rentabilnosti neto novčani tokovi iz ekonomskog toka izjednačavaju se sa ulaganjem. Računa se sljedećom formulom:

$$\sum_{n=1}^n \frac{NT_n}{(1+p)^n} = I$$

Ovom se metodom utvrđuje razlika diskontiranih novčanih tokova i investicije. Interna stopa profitabilnosti je diskontna stopa kojom se novčani primici svode na nulu. Kako bi projekt bio isplativ, interna stopa profitabilnosti uvijek mora biti veća od zahtijevane stope profitabilnosti (granične stope prinosa iznad koje poduzeće prihvaća projekte). Interna stopa profitabilnosti je diskontna stopa kojom se neto novčani tok izjednačava sa investicijom. Prilikom izračuna interne stope profitabilnosti pogađa se diskontna stopa koja će neto sadašnju vrijednost iskazati kao nulu. Navedena metoda pokušaja i pogrešaka zove se metoda interakcije te ona zahtijeva mnogo vremena kako bi se odredila točna interna stopa rentabilnosti. Zbog toga, ovom se metodom pokušava pronaći veća vrijednosti neto sadašnje vrijednosti od nule i neka manja, pa se metodom interpolacije preciznije računa interna stopa rentabilnosti. Kako bi interna stopa rentabilnosti bila što točnija i preciznija, te dvije vrijednosti moraju biti što bliže nuli (Vukičević i Odošić, 2013).

Metoda relativne neto sadašnje vrijednosti prikazuje odnos između neto sadašnje vrijednosti i ulaganja, tj. formulom:

$$RSV = \frac{\sum NT - I}{I}$$

gdje je RSV relativna neto sadašnja vrijednosti, NT označava novčani tok, a I ukupan iznos investicije. Ovom se metodom pokazuje iznos neto sadašnje vrijednosti po jedinici ulaganja, a što je ona veća, to je projekt za poduzeće prihvatljiviji (Vukičević i Odošić, 2013).

Indeks rentabilnosti je odnos sadašnje vrijednosti neto novčanih tokova i ulaganja u ekonomskom toku projekta. Ovaj indeks mora biti jednak ili veći od 1 kako bi projekt bio isplativ. Ova metoda se najčešće koristi kada se projekt financira iz vlastitih izvora, a ne iz kredita, jer tada nema kamatne stope s kojom bi se mogla interna stopa rentabilnosti uspoređivati.

$$IR = \frac{\sum NT}{I}$$

U navedenoj formuli IR predstavlja indeks rentabilnosti, NT označava novčani tok, a I ukupnu investiciju, tj. vrijednost ulaganja (Vukičević i Odošić, 2013).

Modificirana interna stopa profitabilnosti se utvrđuje pod pretpostavkom da se novčani tok da se novčani tok projekta po dospijeću može odmah reinvestirati po tekućoj tržišnoj kamatnoj stopi. Formula za njezin izračun glasi:

$$(1 + m)^T \sum_{t=0}^T \frac{I_t}{(1 + k)^t} = \sum_{t=0}^T (V_t + R_t)(1 + k)^{T-t}$$

gdje je:

t – godine životnog vijeka

F<sub>t</sub> – novčani tokovi projekta

T – životni vijek projekta

m – modificirana interna stopa profitabilnosti

k – diskontna stopa (Vukičević i Odošević, 2013).

### 3.4. Rizik investicijskih projekata

Investicijski su projekti po svojoj prirodi podložni različitim oblicima rizika, primjerice od toga da je sama veličina projekta pogrešno isplanirana, da je vrijeme za njegovu provedbu podcijenjeno ili da su troškovi krivo procijenjeni, kao i rizik da projekt doživi kolaps zbog nekih većih pogrešaka prilikom planiranja ili zanemarivanja vanjskih čimbenika na koje poduzeće ne može utjecati, kao što su prirodne katastrofe i sl. Svaki investicijski projekt za poduzeće predstavlja korist, no isto tako loša provedba projekta može dovesti do velikih problema u poslovanju poduzeća, a ponekad i do propasti istog. Svaki investicijski projekt, bez obzira na vrstu za sobom donosi određeni stupanj vlastite, inherentne rizičnosti, koja se javlja kao rezultat nastupanja određenih ekonomskih ili fizikalnih sila koje ne ovise niti o poduzeću koje provodi projekt, niti o tržištu kapitala (Sabolić, 2013). Investicijski projekti za sobom donose određeni stupanj rizika i neizvjesnosti. Prilikom odlučivanja o ulaganju u novi investicijski projekt, poduzeće mora uzeti u obzir da se ta odluka ponekad može pokazati djelomično ili potpuno pogrešnom te da neće donijeti očekivane financijske rezultate. Izvor rizika projekta je neizvjesnost koja ga prati. U slobodnoj ekonomiji investitori ne mogu računati na stalno visoke cijene, stalnu potražnju za proizvodima, punu iskorištenost proizvodnih kapaciteta tijekom cijelog životnog vijeka projekta ili stabilnu stopu povrata na uloženi kapital. Rizik je jednak neizvjesnosti koja određuje njegovu razinu, tj. što je veća razina neizvjesnosti projekta, to je veći rizik i obrnuto. Za razliku od neizvjesnosti, rizik je dinamična i mjerljiva kategorija koja se mijenja ovisno o radnjama koje poduzima poduzeće i razvoju okolnog poslovnog okruženja. Posebnost velikog investicijskog projekta je veliki opseg i visoka složenost poslovnog

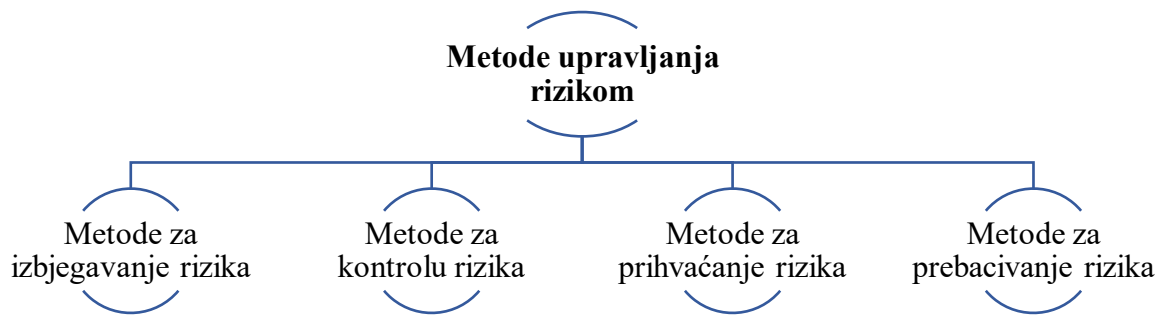
okruženja. To dovodi do složenosti planiranja projekta i upravljanja rizicima, što ponekad može zahtijevati uključivanje specijaliziranih stručnjaka za upravljanje rizika<sup>8</sup>. Nijedno poduzeće ne posluje samo za sebe, već ono, zajedno sa ostalim poduzećima različitih veličina i djelatnosti, djeluje unutar određenog gospodarstva. Samim time može se reći da ono neposredno djeluje i na tržištu kapitala, a utjecaj na rizičnost poduzeća, posebice u vidu sposobnosti pristupanja izvorima kapitala pod različitim povoljnim uvjetima, ima njegova rizična pozicija naspram tržišta vrijednosnica, kojoj svojim utjecajem doprinose i investicijski projekti koje to poduzeće provodi. Zbog navedenog, može se reći da su rizici tržišta kapitala povezani s rizicima projekata (Sabolić, 2013).

Vukičević i Odošić (2013) navode kako se kao odgovor na problematiku projektnih rizika razvilo područje upravljanja rizicima. To je složen proces pomoću kojeg se proaktivno sagledavaju mogući problemi u provedbi investicijskog projekta, tj. pokušavaju se predvidjeti mogući negativni događaji te se na temelju toga poduzimaju aktivnosti kako bi se minimizirale posljedice. Najbolja prevencija rizika i šteta koje mogu izazvati je izbjegavanje rizika, no ukoliko to nije moguće, rizike bi trebalo realno identificirati i kontrolirati te ih je potrebno prihvatiti kao realnost, kvantificirati, mjeriti i osigurati rezerve za pokriće šteta koje mogu izazvati. Jedan od glavnih elemenata uspješnog upravljanja investicijskim projektom je upravljanje rizicima. Upravljanje rizicima je kontinuirani proces koji se sastoji od prepoznavanja, analiziranja i reagiranja na prepoznate rizike investicijskog projekta čiji je cilj osigurati što viši stupanj sigurnosti tijekom procesa provedbe projekta. Metode da upravljanje rizicima prikazane su na slici 2. Proces upravljanja rizicima sastoji se od sljedećih faza: definiranje pristupa, prepoznavanje rizika, analiziranje rizika, definiranje i određivanje prioriteta, definiranje načina i tehnika za minimiziranje rizika, praćenje i kontrola rizika, arhiviranje iskustva.

---

<sup>8</sup> Risk analysis for investment projects, <https://esfcompany.com/en/articles/economics-and-finance/risk-analysis-for-investment-projects/> (20.6.2023.)

**Slika 2. Metode za upravljanje rizicima**



*Izvor: Vukičević, M., Odobašić, S. (2013): Ekonomika projekta. Zaprešić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“, str. 64*

Prema Saboliću (2013) rizičnost projekta može se podijeliti u 3 različite komponente:

- individualna rizičnost koja ne ovisi ni o poduzeću, niti o industrijskom kontekstu u kojem poduzeće djeluje
- rizičnost projekta za poduzeće koja obuhvaća rizičnost projekta za poslovanje poduzeća i cjelokupni njegov investicijski portfelj
- tržišna rizičnost koja opisuje rizičnost projekta u odnosu na rizičnost tržišta kapitala na kojem djeluje poduzeće koje provodi projekt.

#### 3.4.1. Individualna rizičnost projekta

Individualna rizičnost projekta odnosi se na rizik koji projekt ima sam za sebe, tj. radi se o riziku projekta promatranog u izolaciji. Dva temeljna kriterija financijskog odlučivanja su čista sadašnja vrijednost i interna stopa profitabilnosti. Individualna rizičnost projekta može se predstaviti razdiobom profitabilnosti projekta oko njegove očekivane profitabilnosti. Interna stopa profitabilnosti smatra se najboljom mjerom profitabilnosti projekta jer ona odražava profitabilnost koja se temelji na složenoj kapitalizaciji. Ocjena individualne rizičnosti projekta može se dati na temelju analize očekivane interne stope profitabilnosti i njezine standardne devijacije. Očekivana profitabilnost projekta predočuje se internom stopom profitabilnosti koja je određena novčanim tokovima projekta, a volatilnost navedenih novčanih tokova odredit će i volatilnost očekivane interne stope profitabilnosti projekta. Čista sadašnja vrijednost projekta, njegova je najbolja mjera vrijednosti jer ona predstavlja iznos za koji bi se trebala povećati vrijednost samog poduzeća nakon provedenog projekta. Na taj način se očekivana vrijednost

projekta može dočarati čistom sadašnjom vrijednošću koja je određena očekivanim novčanim tokovima projekta i troškom kapitala. U ovom slučaju, volatilnost novčanih tokova će odrediti i volatilnost očekivane čiste sadašnje vrijednosti projekta. Iz navedenog proizlazi da se ocjena individualne rizičnosti projekta može dati analiziranjem očekivane čiste sadašnje i njezine standardne devijacije. Također se mogu koristiti u druge mjere kao što su koeficijent varijacije i standardno obilježje (Orsag i Dedi 2011).

Postoje četiri temeljne tehnike za analizu individualne rizičnosti projekta, a to su: senzitivna analiza, analiza scenarija, Monte Carlo simulacija i analiza stabla odlučivanja. Senzitivna analiza naziva se još i analiza osjetljivosti i predstavlja tehniku koja daje upozorenje na promjenu efikasnosti projekta koja može biti uzrokovana promjenama pojedinih ključnih varijabli te izolira utjecaj svake pojedine ključne varijable na iskazanu financijsku efikasnost projekta. Glavni cilj analize osjetljivosti je pokazati kako će promjena veličine neke od ključnih varijabli u odnosu na očekivanu vrijednost utjecati na ukupnu efikasnost investicijskog projekta (Orsag, 2007). Analiza osjetljivosti predstavlja postupak terećenja projekta raznim negativnim situacijama koje se potencijalno mogu pojaviti u bilo kojem trenutku životnog ciklusa projekta kako bi se uvidjelo kako utječu na efikasnost samog projekta. Ova metoda podrazumijeva dinamičan pristup ocjene neizvjesnosti jer se služi sa informacijama iz cijeloga vijeka trajanja projekta te je vrlo korisna u situacijama kada je teško identificirati područje rizika. Osnovna zamisao ove metode „zamrzavanje“ svi varijabli osim jedne, a nakon toga slijedi analiziranje utjecanja promjene te varijable na neto sadašnju vrijednost i njezinu osjetljivost na promjenu te varijable. Ukoliko je osjetljivost neto sadašnje vrijednosti na relativno male promjene u promatranim varijablama izrazito visoka, može se zaključiti da je prisutna velika povezanost rizika s tom varijablom (Puška, 2011).

Analiza scenarija je također jedna od metoda za analizu individualne rizičnosti projekta. Dva ključna čimbenika rizičnosti projekta koja uključuje ova metoda su osjetljivost na promjene ključnih varijabli te vjerojatnost njihovih promjena. U središtu pozornosti analize scenarija je formiranje diskretne distribucije vjerojatnosti za ostvarenje čiste sadašnje vrijednosti investicijskog projekta te njezina analiza upotrebom parametara normalne distribucije. Od izvršnog menadžera traži se da utvrdi loše, prosječne i najbolje vrijednosti pojedinih varijabli formiranja čiste sadašnje vrijednosti investicijskog projekta. To primjerice mogu biti veličine prodaje, fiksni troškovi, stopa inflacije, cijene i varijabilni troškovi itd. Zatim se čista sadašnja vrijednost računa se na osnovi tako određenih setova varijabli. Važan korak u dovršenju analize scenarija je određivanje vjerojatnosti nastupanja loših i najboljih okolnosti te



najvjerojatnijeg seta parametara, a glavna odgovornost menadžmenta je utemeljiti vjerojatnosti nastupanja pojedinih ključnih okolnosti (Orsag i Dedi, 2011).

Monte Carlo simulacija predstavlja metodu u kojoj se predviđa vjerojatnost nastupanja različitih „slučajnih“ događaja, da bi se mogli ocijeniti različiti scenariji koji potencijalno mogu nastati. Navedeno se postiže provedbom većeg broja mogućih simulacija nekih budućih raspleta, a vjerojatnost nastanka rizika procjenjuje se korištenjem slučajnih brojeva. Rezultati simulacije najčešće se izražavaju u iznosima, uz ocjenjivanje vjerojatnosti nastanka, što pomaže kod procjenjivanja rizičnosti ukupnog poslovanja poduzeća ili pojedinačnog proizvoda/usluge, kao i kod procjenjivanja rizičnosti investiranja u neki projekt, financiranja nekog projekta i sl.<sup>9</sup>. Prema Orsagu (2007) postoji pet glavnih koraka u korištenju metode Monte Carlo simulacije, a to su:

1. Formirati distribuciju vjerojatnosti za ključne parametre formiranja financijske efikasnosti
2. Računalni izbor vrijednosti iz distribucija svakog faktora prema tablicama slučajnih brojeva
3. Kombinirati te vrijednosti da bi se izračunala čista sadašnja vrijednost
4. Kontinuirano ponavljati prethodni proces
5. Vrednovati rezultate distribucije vjerojatnosti.

Stablo odlučivanja posljednja je metoda za analiziranje individualne rizičnosti investicijskih projekata te ona predstavlja varijantu gdje je projekt promatra kroz određene faze njegovog životnog ciklusa tijekom razdoblja investiranja i efektuiranja. Kod metode stabla odlučivanja životni se vijek projekta razdvaja na određene faze u vijeku njegovog investiranja i efektuiranja, a glavni cilj ovakve analize nije samo ocijeniti rizičnost projekta, već i stvoriti potreban analitički okvir za reduciranje rizika investiranja. Metoda stabla odlučivanja najčešće se koristi za one investicijske projekte koji iziskuju višekratna investicijska ulaganja kroz duži vremenski period (Orsag i Dedi, 2011). Prednosti metode stabla odlučivanja su: sposobnost kreiranja razumljivih modela, jasno odražavanje važnosti pojedinih atributa za konkretni klasifikacijski problem, mogućnost korištenja svih tipova atributa te relativno mali zahtjevi na računalne resurse. S druge strane, neke od slabosti ove metode su: manja prikladnost za probleme kod kojih je potrebno predviđati kontinuirane vrijednosti ciljnog atributa te generiranje stabla odlučivanja ponekad može biti računalno zahtjevno<sup>10</sup>.

---

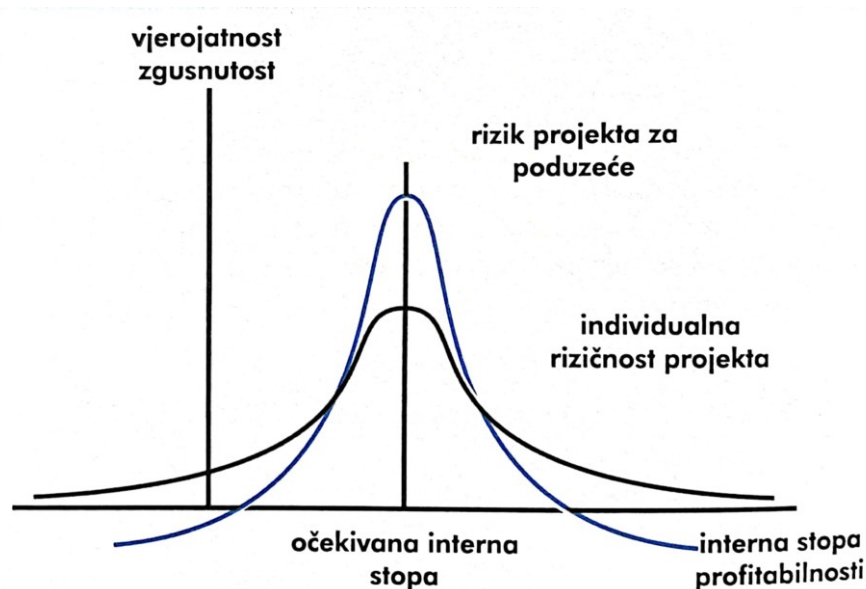
<sup>9</sup> Poslovanje kao rulet (Monte Carlo simulacija), <https://www.teb.hr/novosti/2022/poslovanje-kao-rulet-monte-carlo-simulacija/> (21.6.2023)

<sup>10</sup> Stablo odlučivanja, [http://dms1.irb.hr/tutorial/hr\\_tut\\_dtrees.php](http://dms1.irb.hr/tutorial/hr_tut_dtrees.php) (21.6.2023)

### 3.4.2. Rizičnost projekta za poduzeće

Individualna rizičnost projekta predstavlja podlogu za ocjenu rizika investicijskog projekta za poduzeće i njegovog tržišnog rizika. Ono što najviše zanima menadžere, zaposlenike, kreditore i dobavljače je rizik koji investicijski projekt donosi poduzeću. Sa stajališta poduzeća, glavno pitanje koje se nameće je kako će investicijski projekt utjecati na nestalnost novčanih tokova ukupnog poslovanja. Tako gledano, rizik projekta za poduzeće je zapravo funkcija njegovog individualnog rizika koji je mjeran standardnog devijacijom i njegovom korelacijom s prinosima na ostalu imovinu poduzeća (Orsag i Dedi, 2011). Rizičnost projekta za poduzeće uglavnom je manja od njegove individualne rizičnosti, što je grafički prikazano na grafikonu 1.

Grafikon 1. Rizičnost projekta za poduzeće



Izvor: Orsag, S. (2007): *Budžetiranje kapitala Procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmedija, str.210

Rizičnost projekta za poduzeće mjeri se beta koeficijentom. Beta koeficijent je mjera sistematskog rizika, te što je ona veća, veći je rizik projekta za poduzeće i obrnuto. Onaj investicijski projekt koji ima veći beta koeficijent od poduzeća povećava tržišni rizik poduzeća. Formula za izračun beta koeficijenta glasi (Vukičević i Odošić 2013):

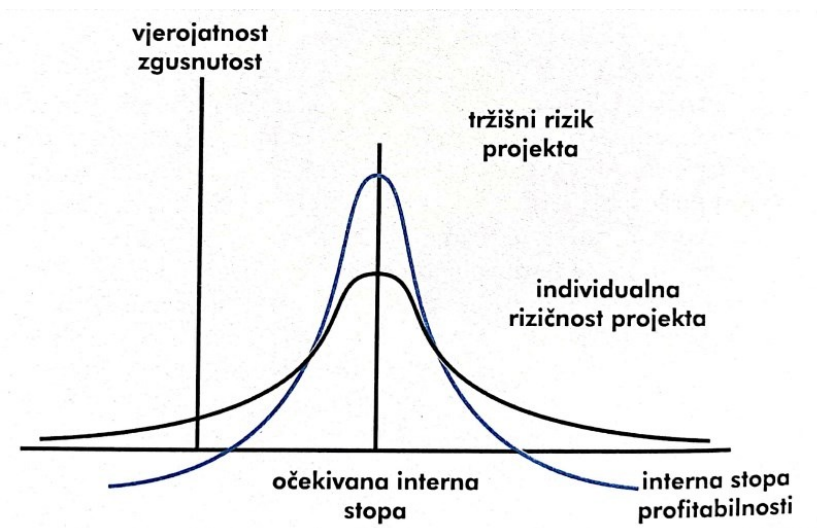
$$\beta_{P,T} = \frac{\sigma_P}{\sigma_T} \rho_{P,T}$$

Gdje je  $\sigma_P$  standardna devijacija profitabilnosti projekta,  $\sigma_T$  standardna devijacija profitabilnosti poduzeća, a  $\rho_{P,T}$  koeficijent korelacije profitabilnosti projekta i poduzeća. (Vukičević, Odošić, 2013).

### 3.4.3. Tržišna rizičnost investicijskog projekta

Prema Orsag (2007) tržišnu rizičnost investicijskog projekta predstavlja njegovo uklapanje u diversificirani portfelj na efikasnom tržištu kapitala. To je zapravo doprinos rizičnosti projekta riziku diversificiranog portfelja utrživih vrijednosnih papira i u ovom slučaju vrijedi pravilo da će tržišna rizičnost projekta biti manja od njegove individualne rizičnosti, što je vidljivo na grafikonu 2.

Grafikon 2. Tržišni rizik investicijskog projekta



Izvor: Orsag, S. (2007): *Budžetiranje kapitala: procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmedija, str.212

Tržišna rizičnost projekta predstavlja njegovu rizičnost u odnosu na rizičnost tržišta kapitala na kojem djeluje poduzeće koje izvodi taj projekt. Također, može se reći kako tržišna rizičnost projekta prikazuje odnos između njegove individualne rizičnosti i rizičnosti učinkovito diverzificiranog portfelja ulagača na tržištu kapitala (Sabolić, 2013). Za mjerenje tržišnog rizika investicijskog projekta također se koristi beta koeficijent, no u ovom slučaju postoje dvije tehnike procjene beta koeficijenta za pojedince imovinske oblike, to su metoda potpune igre i metoda računovodstvene bete. Metoda potpune igre odnosi se na pronalazak bete

za određeni investicijski projekt na temelju beta – koeficijenta čistih industrijskih poduzeća koja posluju u onoj djelatnosti za koju je planirani promatrani projekt. Cilj je izdvojiti čista industrijska poduzeća u djelatnosti koja se odnosi na projekt koji se planira izvršiti. Nakon toga slijedi pronalaženje njihovih beta – koeficijenata te izračunavanje prosječne bete za izolirana poduzeća. Izračunata prosječna beta koristi se kao mjera tržišnog rizika investicijskog projekta na osnovu koje se utvrđuje zahtijevana profitabilnost za planirane novčane efekte projekta. S druge strane, metoda računovodstvene bete odnosi se na korištenje računovodstvenih podataka, umjesto tržišnih. Navedeno znači da se umjesto tržišnih prinosa na dionice i prinosa na tržišni indeks upotrebljavaju temeljni pokazatelji zarade poduzeća iz javno objavljenih financijskih izvješća. Može se računati za sva poduzeća, bez obzira bila ona javna ili privatna, kao i za određene dijelove poduzeća (Orsag i Dedi, 2011).

#### **4. UPRAVLJANJE KRIZOM U PODUZEĆU**

Poslovna kriza često se definira kao razdoblje u poslovanju nekog poduzeća u kojem poduzeće doživljava neku neočekivanu pojavu koja za sobom donosi nesigurnost i negativno utječe na ciljeve poduzeća pa je poduzeće prisiljeno u određenom vremenu napraviti promjene u dotadašnjem načinu poslovanja (Kruljac i Knežević, 2020). Sve veća neizvjesnost u poslovanju od poduzeća danas zahtijeva veću potrebu za prilagođavanjem promjenama u poslovanju kao i veću posvećenost upravljanju kriznim situacijama. Kriza predstavlja određeno vremensko razdoblje naglih negativnih promjena u poslovanju gdje se poduzeće ne može koristiti svojim normalnim rutinskim procedurama te dolazi do onemogućavanja svakodnevnog rada u organizaciji i narušavanja njezinog pozitivnog imidža među javnosti. Teško je procijeniti utjecaj i samo trajanje krize te uvijek dolazi nenadano i bez privole dionika. Nastankom krize u poduzeću, otežava se provedba primarnih ciljeva i dolazi do ugrožavanja egzistencije poslovanja poduzeća. Iz tog razloga nameću se tri glavna egzistencijalna cilja svakog poduzeća, a to su:

- održavanje platežnu sposobnost u svakom trenutku
- postići minimalnu dobit
- stvarati i očuvati dovoljno potencijala uspjeha (Kadlec 2021 prema Osmanagić Bedenik 2007).

Prema Sučeviću (2016) postoje tri različita stupnja poslovne krize, a to su potencijalna, latentna i akutna kriza. Potencijalna kriza je stanje u kojemu poduzeću prijete nastanak neke

krizne situacije zbog potencijalnih slabosti. Ona poduzeća koja nemaju sustav financijske kontrole, nemaju mogućnost prepoznavanja simptoma krize u ranoj fazi, što na kraju može rezultirati problemima koji su tek kasnije vidljivi u poslovanju, a njihovo rješavanje tada iziskuje dodatna sredstva i otežava cjelokupni proces. Glavna karakteristika latentne krize je teže identificiranje uobičajenim ekonomskim instrumentima i može biti vrlo opasna za poslovanje poduzeća. Ova kriza javlja se u poduzećima koja financiraju rast na način da povećavaju dugovanja prema dobavljačima, a menadžment poduzeća često nije ni svjestan koliko opasnost to nosi za sobom jer se podaci u financijskim izvještajima „friziraju“ tako da pokazuju dobit i stabilan novčani tijek. Akutna kriza je stanje u kojem uzroci krize postaju vidljivi u svakodnevnim poslovnim procesa i poslovnim podacima. Ovu vrstu krize karakterizira mali vremenski horizont i visok pritisak za djelovanje te od menadžmenta zahtijeva brze i prave odluke uz istovremeno limitirane mogućnosti djelovanja. Akutna kriza dovodi do strukturalnih promjena i promjena u ponašanju te se zbog toga smatra značajnim generatorom promjena.

Kruljac i Knežević (2020) navode kako postoje četiri osnovne vrste krize koje se mogu pojaviti u poslovanju poduzeća su: strateška kriza, operativna kriza, kriza likvidnosti i kriza insolventnosti. Strateška kriza je ona kriza koja svojim djelovanjem ozbiljno ugrožava potencijale za uspjeh poduzeća, a karakterizira ju nepostojanje odgovarajućih znanja, tržišta, proizvoda, usluga, kupaca i sl. Operativna kriza naziva se još i kriza uspjeha, a njezine karakteristike su: smanjenje prihoda i dobiti te negativan poslovni rezultat. Operativnu krizu karakterizira smanjenje rentabilnosti ulaganja i prometa te smanjenje burzovne vrijednosti i dobiti po dionici. Kriza likvidnosti označava krizu koja je javlja kada je u poduzeću prisutna ekstremna oskudica financijskih sredstava. Nju karakterizira intenzivnije preuzimanje mjeničnih obveza, potpuno iskorištavanje kredita kod banaka ili njegovo prekoračenje, korištenje kredita dobavljača odustajanjem od popusta i smanjeno podmirenje kreditnih obveza (Kadlec, 2021). Uzroci nastanka navedenih kriza bit će opisane u nastavku rada.

#### **4.1. Uzroci krize u poduzeću**

Prema Sučeviću (2016) uzroci krize dijele se na one koji su uočljivi unutar i izvan poduzeća. Uzroci krize uočljivi unutar poduzeća su: neredovite isplate plaća zaposlenicima, odlazak kvalitetnog kadra ljudi, pad prometa i prodaje i tehnološko zaostajanje za konkurencijom. S druge strane, uzroci krize vidljivi izvan poduzeća javljaju se u obliku kašnjenja u isporukama i u podmirenju obveza dobavljačima, padu kvalitete proizvoda i usluga

te negativan publicitet u javnosti. Institut za upravljanje krizama uzroke poslovnih kriza dijeli u četiri osnovne kategorije:

1. Prirodne katastrofe – potresi, poplave, suše itd.
2. Mehanički problemi – kvar ili oštećenje strojeva, napuknuće cijevi
3. Ljudska pogreška – šteta nastala pogreškom zaposlenika
4. Neodlučnost uprave – kada uprava ne smatra problem dovoljno ozbiljnim (Kadlec 2021 prema Tkalac Verčić, 2015).

Uzroci krize dijele se na uzroke iz vanjskom i unutarnjeg okruženja te su prikazani u tablici 2.

**Tablica 2. Uzroci poslovne krize**

<b>UZROCI POSLOVNE KRIZE</b>	
<i><b>VANJSKO OKRUŽENJE</b></i>	<i><b>UNUTARNJE OKRUŽENJE</b></i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ekonomske promjene</li> <li>• Konkurentske promjene</li> <li>• Političke promjene</li> <li>• Tehnološke promjene</li> <li>• Socijalne promjene</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Neadekvatan nadzorni odbor</li> <li>• Visoki troškovi</li> <li>• Loš menadžment</li> <li>• Loše upravljanje financijama</li> <li>• Namjerno štetno ponašanje</li> </ul>

*Izvor: Sučević, D. (2016): Krizni menadžment. Zagreb: Effectus – Studij financije i prava, str. 43*

Kao mogući uzroci strateške krize ističu se: pogrešna prosudba tehnološkog razvoja i dinamike cijena, neadekvatna politika investiranja, pogrešna nastojanja i strategije diversifikacije akvizicije te pogrešan izbor lokacije. Uzroci operativne krize su: nedovoljna podrška prodaji uspješnih proizvoda, nedovoljna različitost proizvoda u odnosu na konkurentske proizvode, negativne objave medija o proizvodima, porast cijena na strani nabave koji se ne može prevaljivati na kupce te preveliki kapaciteti u opremi i zaposlenima koji su izgrađeni u vrijeme ekspanzije, nisu se smanjivali u vrijeme krize. Uzroci krize likvidnosti mogu biti: pogrešno financiranje opreme, pogoršanje uvjeta isporuke, financiranje gubitaka, visok i neočekivan izostanak naplate potraživanja koji vodi intenzivnom pogoršanju likvidnosti, intenzivno povećanje prodaje uz istodobnu promjenu ponašanja kupaca te ukoliko dođe do smanjenja prodaje, smanjuju se i primici dok višak kapaciteta proizvodnje vodi porastu zaliha (Kadlec 2021 prema Osmanagić Bedenik 2007).

## 4.2. Proces upravljanja krizom

Proces upravljanja krizom složeni je proces koji obuhvaća mnogobrojne aktivnosti poduzeća. Te aktivnosti usmjerene su na rješavanje kriznih situacija kao što su pripreme aktivnosti za djelovanje prije nastanka krize, za upravljanje krizom kada ona traje te za djelovanje nakon što krize završi. Proces upravljanja krizom može se analizirati na dva načina: u užem i širem smislu. Upravljanje krizom u užem smislu podrazumijeva ovladavanje krizom kroz aktivnosti ublažavanja krize i ograničenja štete, čime se identificiraju snage i slabosti krize u unutarnjem okruženju. S druge strane, upravljanje krizom u širem smislu odnosi se na analiziranje šireg spektra djelovanja i upravljanja kriznom situacijom. Faze upravljanja krizom u širem smislu obuhvaćaju prevenciju tj. mjere za izbjegavanje krize i ovladavanje neizbježnih kriza, ranu spoznaju, odnosno nagovještaj moguće krize, zatim ovladavanje krizom koji se odnosi na ublažavanje posljedica i trajno ograničavanje posljedica nakon njezine pojave. Nakon ovladavanja krize slijedi proces obnavljanja, tj. uklanjanja negativnih posljedica krize i ponovno uspostavljanje iste pozitivne situacije kakva je bila prije same krize. Posljednja faza odnosi se na učenje iz krize tj. poduzimanje mjera trajnog preventivnog djelovanja kako bi se smanjio rizik pojave krize u budućnosti (Kadlec, 2021 prema Osmanagić Bedenik, 2007). Prema Mihaljeviću, Ostojiću i Trutu (2022) proces upravljanja krizom ima četiri glavne faze prikazane u tablici 3.

**Tablica 3. Faze procesa upravljanja krizom**

<b><i>FAZE</i></b>	
<i>OSNIVANJE KRIZNOG TIMA</i>	Glavna zadaća kriznog tima je osmišljavanje učinkovitog plana za rješavanje kriznih situacija, stvaranje rasporeda obuke i testiranja te osiguranje resursa koji će biti potrebni ukoliko dođe do neke krizne situacije. Prvi korak u ovoj fazi je imenovanje osobe koja će biti odgovorna za krizni plan. Ta se osoba također mora pobrinuti za to da u proces upravljanja krizom budu uključene prave osobe te da s njima može učinkovito komunicirati. Također je važno definiranje uloga svih članova kriznog tima na početku procesa planiranja kako ne bi došlo do preklapanja dužnosti svakog člana tima.

<p><i>UTVRĐIVANJE KLJUČNIH RIZIKA</i></p>	<p>Ova faza podrazumijeva sagledavanje svakodnevnih situacija koje bi se mogle razviti u potencijalnu kriznu situaciju. Nakon što je napravljen popis potencijalnih prijetnji, potrebno ih je suziti na najvažnije i za njih planirati daljnje aktivnosti poduzeća. U ovoj fazi nameće se pitanje kolika je vjerojatnost nastanka svake potencijalne krize i kakav bi bio njezin utjecaj na poduzeće.</p>
<p><i>IZRADA PLANA</i></p>	<p>Prilikom izrade plana, potrebno je uključiti sve kriterije, postupke, resurse i opremu koji će biti potrebni u slučaju bilo koje krizne situacije. Nakon toga, potrebno je informirati sve dionike koji su na bilo koji način uključeni u krizno upravljanje. Plan će biti učinkovit samo ako su svi dionici upoznati sa time što trebaju i što mogu učiniti u teškim okolnostima. Također je vrlo važno redovito pregledavanje i revidiranje plana kao i njegovo testiranje jer sudjelovanjem u simulaciji krizne situacije, dionici će osjetiti stvarni pritisak koji kriza donosi, ali i otkriti mane u svojim postupcima.</p>
<p><i>PLAN ZA POTPUNI OPORAVAK</i></p>	<p>U ovoj fazi poduzeće pokušava promaći način kako da se poslovanje što brže vrati u stanje kakvo je bilo prije krize. U ovoj fazi poduzeće definira popis kritičnih operacija i sastavlja plan za njihovo ponovno uspostavljanje. Navedeno može uključivati primjerice preseljenje na novo mjesto i sl. Također je važno razmisliti i o uslugama koje organizacija može ponuditi svojim za poslenicima nakon krize, poput stručnog savjetovanja, mogućnosti fleksibilnog radnog vremena i sl..</p>

*Izvor: prilagođeno prema: Mihaljević, B., Ostojić, A., Trut, D. (2022): Krizno planiranje i strateško upravljanje krizom. Zagreb: Poslovno učilište integralne sigurnosti i razvoja Zagreb*

### **4.3. Investiranje u uvjetima krize**

Kada se poduzeće nađe u kriznoj situaciji menadžment obično reagira primjenjivanjem standardnih, kratkoročno orijentiranih mjera poput smanjenja troškova u svim segmentima poslovanja, smanjenje ulaganje u marketing inovacije i obuke, smanjenje zaliha, otpuštanje zaposlenika, odgode ulaganja i sl.. Iako poduzećima koje se nađu u krizi nije lako provoditi kratkoročne mjere za smanjenje troškova i istovremeno investirati u budućnost, ponekad kriza ne predstavlja samo prijetnju poslovanju poduzeća, već nudi i prilike. Postoje četiri glavna načela kojima se svako poduzeće treba voditi prilikom investiranja u uvjetima krize. Prvo načelo odnosi se na razvijanje scenarija za budućnost gdje je glavni cilj dobro se pripremiti za neizvjesnost, pokušati predvidjeti promjene i nositi se s njima te proaktivno upravljati poslovanjem. Drugo načelo je širenje perspektiva i promjene u načinu razmišljanja. Ovo načelo



izrazito je korisno u procjeni rizika ulaganja tijekom krize. Često se stavlja fokus samo na financijski rizik, a zanemaruje se konkurentski rizik koji se može javiti ukoliko se konkurentska situacija poduzeća pogorša kao rezultat neulaganja. Treće načelo je određivanje prioriteta ulaganja i upravljanje portfeljem investicija. Umjesto da sva sredstva ulaže u jednu vrstu ulaganja, poduzeće treba ih rasporediti na različite vrste ulaganja (npr. dionice, nekretnine), čime se upravlja rizikom i povratom portfelja. U kontekstu promjenjivih uvjeta uzrokovanih krizom, upravljanje portfeljem pomaže u odabiru, određivanju prioriteta i pokretanju pravih investicijskih projekata, kao i raspodjeli resursa na odgovarajuće projekte. Također je potrebno postići uravnoteženu kombinaciju između ulaganja u daljnji razvoj postojećeg poslovanja i razvoja novih područja rasta. Četvrto i posljednje načelo odnosi na rano i proaktivno djelovanje. Poduzeća koja se rano i proaktivno pripreme za promjene, najbolje se mogu pripremiti i iskoristiti prilike koje im se pružaju. Prilike za iskorištavanje kritičnog okruženja pojavljuju se između ostalog u sljedećim područjima:

- Poduzećima je lakše privući kvalificirani kadar ljudi, dok konkurenti smanjuju troškove ukidanjem radnih mjesta, smanjenjem plaća i bonusa te otkazivanjem projekata.
- Krizno doba nudi dobru priliku za korporativne akvizicije jer imovina za koju se smatralo da se ne može prodati, sada može postati dostupna za kupnju.
- Kriza stvara veću hitnost za inovacijama, a ulaganja su usmjerena na one inovacijske projekte koji imaju najveće šanse za uspjeh<sup>11</sup>.

Što se tiče gospodarske krize koja se može javiti na tržištu, prema mišljenju brojnih stručnjaka, to razdoblje predstavlja najbolje vrijeme za velike investicijske projekte jer tijekom krize troškovi kapitala obično su znatno niži nego tijekom razdoblja gospodarskog rasta. Isto tako, kupovanje i preuzimanje drugih poduzeća puno je jeftinije, a troškovi su niži. U vrijeme gospodarske krize investicije predstavljaju glavni uvjet za uspješan razvoj i konkurentnost poduzeća, no u praksi poduzeća nisu sklona investiranju. Investicijska aktivnost poduzeća u kriznim uvjetima nije samo prilika za dinamičan razvoj, već često i važan uvjet opstanka. Investicijski projekti glavni su alat za stvaranje i unapređenje proizvodnog ili uslužnog potencijala poduzeća. Time se poduzeću pomaže u ispunjavanju tržišnih očekivanja, a istovremeno osigurava značajna konkurentska prednost u razdoblju kasnijeg povratka cjelokupnog gospodarstva u uzlazni trend nakon što kriza završi. Investicijski troškovi obično su manji tijekom gospodarske krize. Za vrijeme krize, tehnologije, materijali i rad općenito

---

<sup>11</sup> How companies invest well in times of crisis, <https://morethandigital.info/en/how-companies-invest-well-in-times-of-crisis/> (3.7.2023.)

jeftiniji su u odnosu na razdoblje kada se za njih natječu mnogi gospodarski subjekti. Bez obzira na to, u praksi poduzeća odbijaju velika ulaganja. Poteškoće u pronalaženju izvora financiranja, pesimizam potrošača i neizvjesnost oko kraja krize zapravo blokiraju odluku o investiranju, a također javlja se i zabrinutost oko očuvanja kapitala<sup>12</sup>. Tri načina na koji menadžment može stvoriti korist od krize i postići rast poslovanja u nestabilnom okruženju su:

1. Učenje na uspješnim primjerima – analiziranje poslovanja poduzeća koja su krizna vremena iskoristila za proširenje poslovanja, primjerice Samsung koji je tijekom recesije 2008. i 2009. godine reorganizirao poslovanje i učinio nešto drugačije udvostručivši svoje napore da poboljša kvalitetu smanjenog skupa proizvoda: poluvodiča, LCD-a i mobilnih telefona. Cilj Samsunga bio je postati globalni lider u tom ograničenom skupu proizvoda, stoga je povećao svoje troškove istraživanja i razvoja i marketinga te zaposlio najbolje menadžere robnih marki te se pojavio kao značajan igrač na sva tri tržišta.
2. Širenje poslovanja dok ga konkurencija smanjuje - Recesija predstavlja najbolje vrijeme za stjecanje resursa za nadolazeću ekspanziju, dok konkurencija nastoji manje trošiti. Isto tako, tijekom recesije lakše je dostupan ljudski resurs nego tijekom razdoblja ekspanzije.
3. Brža digitalna transformacija - Gotovo svako poduzeće razvilo je svoju digitalnu strategiju, koja mu je omogućila što normalnije poslovanje tijekom pandemije COVID–19. Prednosti dobro promišljene digitalne strategije su: poboljšana vidljivost resursa i bolje upravljanje resursima, poboljšana fleksibilnost i organizacijska agilnost, niži troškovi, glatko upravljanje opskrbnim lancem, bolje korisničko iskustvo, poboljšana produktivnost, brži razvoj proizvoda i vrhunsko planiranje ljudskih resursa<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Business investment activity during the crisis, <https://esfccompany.com/en/articles/economics-and-finance/business-investment-activity-during-the-crisis/> (3.7.2023.)

<sup>13</sup> How Companies Should Invest in a Downturn, <https://hbr.org/2022/06/how-companies-should-invest-in-a-downturn> (4.7.2023.)

## 5. OSVRT NA MOGUĆNOST PRAKTIČNE PRIMJENE – KRAŠ D.D.

Poduzeće Kraš svoje poslovanje započelo je 1911. godine kada je osnovana tvornica Union u Zagrebu. Spomenuta tvornica ubrzo je postala prvi industrijski proizvođač čokolade u ovom dijelu Europe. Nekoliko godina kasnije, točnije 1923. godine, s radom započinje poduzeće Bizjak koje se u to vrijeme bavilo proizvodnjom domaćih keksa. Spajanjem tvornice Union, poduzeća Bizjak i još nekoliko manjih proizvođača konditorskih proizvoda, 50 – ih godina nastaje poduzeće Kraš. Devedesetih godina prošlog stoljeća, Kraš je postao dioničko društvo te se počelo razvijati kao suvremeno, tržišno orijentirano poduzeće čiji su proizvodi postali prisutni na velikim svjetskim tržištima<sup>14</sup>.

Kraš se danas smatra liderom u proizvodnji konditorskih proizvoda u Hrvatskoj, ali i regiji sa ukupnom proizvodnjom koja godišnje prelazi 33 000 tona proizvoda. U Zagrebu je smještena središnja proizvodnja poduzeća Kraš koja ujedinjuje proizvodnju sve tri grupe konditorskih proizvoda: kakao proizvoda, bombonskih proizvoda i keksa i vafla. Osim tvornice u Zagrebu, Kraš u svom vlasništvu ima još dvije tvornice, od kojih se jedna nalazi u Osijeku, a druga u Prijedoru u Bosni i Hercegovini. Povezivanjem tih triju tvornica, Kraš je ostvario strateški cilj stjecanja značajnijeg porasta udjela keksa i vafla na tržištu regije te je također stvoren temelj za snažniji plasman njegovog asortimana na sva izvozna tržišta<sup>15</sup>.

Prema podacima za 2020. godinu Kraš ima 2.353 zaposlenika te po svojoj strukturi spada u veliko poduzeće. Zaposlenici se u Krašu smatraju temeljem njihovog uspjeha te im poduzeće nastoje pružiti sigurno i poticajno radno okruženje i mogućnost napredovanja u njihovim karijerama. Kontinuirani razvoj ljudskih potencijala u Krašu osigurava se kroz regrutiranje, selekciju, izbor i zapošljavanje radnika koji svojim znanjem, vještinama, iskustvom i karakterom pomažu poduzeću u savladavanju svih izazova okruženja u kojem posluje. Proces cjeloživotnog učenja osigurava se edukacijama od samih početaka rada, uvođenjem u posao i prenošenjem znanja starijih i iskusnijih zaposlenika na mlađe generacije. Krašev program pod nazivom Kraš akademija zaposlenicima nudi usvajanje novih znanja, vještina i poticanje inovativnosti i kreativnosti koje redovito nagrađuje. Kraš ističe kako svojim zaposlenicima omogućava razvoj karijere u dinamičnom okruženju, rad u timu vrhunskih stručnjaka, nagrađivanje vrhunskog učinka i prepoznavanje potencijala, kulturu koja njeguje iskrenost i poštenje, kvalitetu i pozitivan stav i radno okruženje koje potiče kreativnost i inovaciju<sup>16</sup>. Po

---

<sup>14</sup> Povijest Kraša, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/o-nama/povijest-krasa/1910> (4.7.2023.)

<sup>15</sup> O nama, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/o-nama> (4.7.2023.)

<sup>16</sup> Ljudski potencijali, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/karijere/ljudski-potencijali> (4.7.2023.)

pravnom obliku, Kraš posluje kao dioničko društvo. Temeljni kapital Kraša iznosi 599.448.400,00 kuna, uplaćen je u cijelosti i podijeljen je na 1.498.621 dionicu na ime čija nominalna vrijednost iznosi 400,00 kn. Na dan 31.12.2021. Kraš ima izdanih 1.498.621 redovnih dionica na ime, koje su u vlasništvu 1905 dioničara te u trezoru Kraš d.d. Zagreb<sup>17</sup>.

### **5.1. Investicijski projekti poduzeća Kraš d.d.**

Pošto se radi o poduzeću sa stoljetnom tradicijom, stabilnim poslovanjem i milijunskim prihodima na godišnjoj razini, investicijske mogućnosti Kraša su mnogobrojne. Kao što je već prethodno spomenuto, osim tvornice u Zagrebu, Kraš također u vlasništvu ima još dvije tvornice, jednu u Osijeku, a drugu u Prijedoru. U ožujku 2020. godine Kraš je objavio ponudu na Banjalučkoj burzi za preuzimanje tvornice Mira iz Prijedora. Kraš je kupio 3.804.305 dionica Mire koje je u zakonskom roku platio. Ukupna vrijednost ove investicije, tj. kupljenih dionica iznosila je 17.766.104,35 kuna, odnosno 2.359.376,41 eura. Kupnjom dionica Kraš je stekao 96,6% udjela u vlasništvu Mire, a u studenom 2021. godine Mira, kao članica Kraš grupe, promijenila je pravni oblik iz dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću<sup>18</sup>. Nadzorni odbor Kraša je u veljači 2011. godine dao suglasnost za potpisivanje ugovora kojim kupuje 99,57% udjela u temeljnom kapitalu tvornice Karoline iz Osijeka koje se bavi proizvodnjom keksa, vafila i slastica, a njezini najpoznatiji brendovi su Jadro i Moto. Tvornica Karolina tada je bila u vlasništvu njemačke kompanije Lorenz Bahlsen Snack World. Vrijednost ove investicije iznosila je 7,3 milijuna eura. Glavni cilj preuzimanja ovih dviju tvornica bio je omogućiti kvalitetniju segmentaciju asortimana i prilagodbu zahtjevima pojedinih tržišta<sup>19</sup>.

Kraš je 2012. godine izgradio vlastiti ekopark pod nazivom Krašograd te je on time postao prvi veliki projekt Kraša izvan njihove osnovne djelatnosti, tj. proizvodnje konditorskih proizvoda. Krašograd se nalazi u mjestu Bratina, udaljenom 25 kilometara od Zagreba, a prostire se na površini od 422 hektara. Ekopark Krašograd posjetiteljima nudi smještaje u apartmanima i bungalovima, a tu su također i bazeni, sportski tereni, dječja igrališta i farme na kojima se uzgajaju razne poljoprivredne kulture koje se kasnije koriste u pripremi jela u restoranu Domaćica. Osim zabavnih sadržaja za djecu, ekopark predstavlja idealno mjesto za

---

<sup>17</sup>Godišnji financijski izvještaj za 2021., <https://www.kras.hr/datastore/filestore/110/Godisnji-financijski-izvjestaj-za-2021-s-izvjestajem-revizora-KONSOLIDIRANO.pdf> (2.1.2023.)

<sup>18</sup>Izvešće o preuzimanju akcionarskog društva Mira a.d. Prijedor, <https://www.kras.hr/datastore/filestore/29/Izvesce-o-preuzimanju-Mira-a.d.pdf> (4.7.2023.)

<sup>19</sup>Kraš za 7 milijuna eura kupio Karolinu bez slanog programa, <https://www.poslovnih.hr/domace/kras-za-7-milijuna-eura-kupio-karolinu-bez-slanog-programa-171527> (4.7.2023.)

proslave rođendana, vjenčanja, ali i za održavanje team buildinga, seminara i edukacija. U prvih pet mjeseci postojanja, ekopark je posjetilo više od 30 tisuća posjetitelja, a prema određenim procjenama ekopark mjesečno ostvari oko milijun kuna prometa. Vrijednost ove investicije iznosila je 7,5 milijuna eura<sup>20</sup>.

U prosincu 2021. godine Kraš je donio odluku o ulaganju u povećanje plaća svojih zaposlenika na razini čitave Kraš grupe koje će godišnje iznositi 14 milijuna kuna, tj. oko 1.9 milijuna eura. Kraš je sa predstavnicima Sindikata zaposlenih u poljoprivredi, prehrambenoj i duhanskoj industriji i vodoprivredi Hrvatske potpisao dodatak kolektivnom ugovoru kojim je određeno povećanje osnovice za izračun plaće s 2.600 kn na 2.760 kn. Ostale pogodnosti koje Kraš nudi svojim zaposlenicima su isplate prigodnih nagrada, dara u naravi i dara za djecu. Također su tu i isplate jubilarnih nagrada, naknada za odvojeni život, isplata terenskih dodataka, naknade za troškove prijevoza i za topli obrok, isplate dnevnica, stimulacija, otpremnina i raznih potpora. Osim navedenog, Kraš nudi i dodatno zdravstveno osiguranje za stalno zaposlene. Isto tako, roditelji čija djeca pohađaju prvi razred, na prvi dan škole imaju pravo na slobodan dan, a blagdani se u Krašu prigodno obilježavaju uz slatkiše i druge znakove pažnje za zaposlenike i njihove obitelji<sup>21</sup>.

U razdoblju od 1. ožujka 2021. pa do 1. ožujka 2023. godine Kraš je proveo projekt pod nazivom „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije jačanjem IRI kapaciteta“. Ukupna vrijednost ovog projekta iznosi 10.709.088,43 kn, tj. oko 1.430,000,00 eura, a navedeni projekt sufinanciran je sredstvima iz Europskog fonda za regionalni razvoj. Cilj ovog projekta je razviti novu grupu veganskih konditorskih proizvoda koji u sebi neće sadržavati sastojke životinjskog podrijetla i koji će biti certificirani V – oznakom, tj. europskom vegetarijanskom oznakom koju Europska vegetarijanska unija daje onim proizvodima čiji je proizvodni proces usklađen s veganskom i vegetarijanskom etikom. Ovim projektom također se žele ojačati kapaciteti za istraživanje, razvoj i inovacije (IRI) te se želi postići unaprjeđenje tehnoloških procesa kroz istraživanje i eksperimentalni razvoj novih i inovativnih, veganskih konditorskih proizvoda. Provedba ovog projekta trebala bi rezultirati komercijalizacijom novih proizvoda, jačanjem konkurentnosti i rastom prihoda i izvoza<sup>22</sup>. Navedeni investicijski projekti Kraša prikazani su na slici 3.

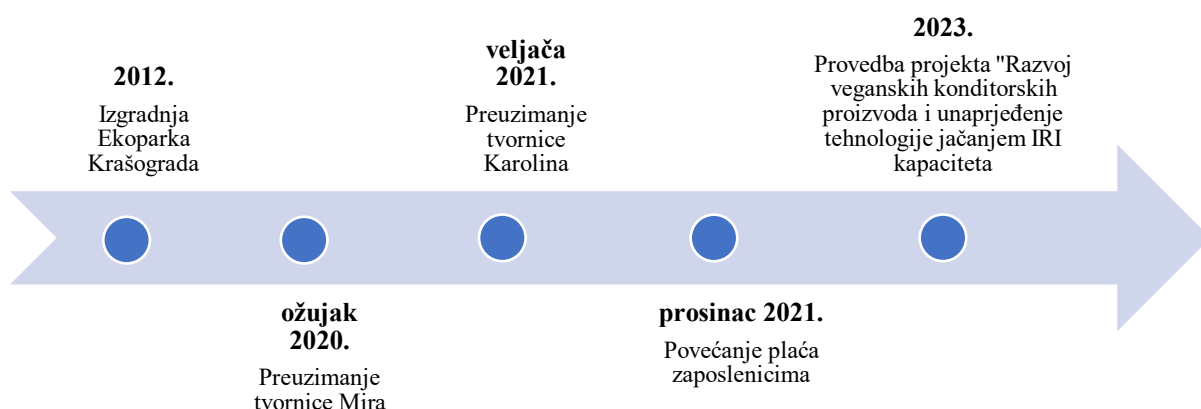
---

<sup>20</sup>Ekopark mjesečno Krašu donese milijun kuna, <https://lidermedia.hr/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/ekopark-mjesečno-krasu-donese-milijun-kuna-81908> (4.7.2023.)

<sup>21</sup>Kraš sljedeće godine ulaže 14 milijuna kuna u povećanje plaća, <https://lidermedia.hr/poslovna-scena/hrvatska/kras-sljedeće-godine-ulaže-14-milijuna-kuna-u-povećanje-placa-140407> (4.7.2023.)

<sup>22</sup>U tijeku je provedba projekta „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije jačanjem IRI kapaciteta“, <https://www.kras.hr/hr/eu-projekti> (4.7.2023.)

**Slika 3. Investicijski projekti poduzeća Kraš d.d.**



*Izvor: izrada autora*

## **5.2. Utjecaj krize COVID – 19 na investicijske aktivnosti poduzeća Kraš d.d.**

Svjetska zdravstvena organizacija je 11. ožujka 2020. godine proglasila globalnu pandemiju virusa COVID – 19 i od tada se sve zemlje svijeta nalaze u stanju „novog normalnog“. Kako bi se smanjio broj zaraženih, poduzimale su se mjere ograničavanja društvenih kontakata. Poduzete mjere pozitivno su utjecale na smanjenje broja oboljelih i umrlih od virusa COVID – 19, no iste te mjere negativno su se odrazile na gospodarske aktivnosti svih poduzeća (Kunji, Stojanović, 2021).

U 2019. godini, godini prije izbijanja pandemije virusa COVID – 19 i krize koju je za sobom donijela, Kraš je započeo investicijski ciklus kojim je unaprijedio poslovne procese, proširio tehničke i tehnološke mogućnosti proizvodnih postrojenja te povećao kvalitetu gotovih proizvoda i proširio asortiman. Te godine, Kraš je realizirao investicije na sve tri lokacije, tj. u Zagrebu, Osijeku i Prijedoru kroz investiranje u modernizaciju i unaprjeđenje postojeće opreme te ulaganje u novu. Također, u trećem kvartalu 2019. godine u rad je puštena nova proizvodna linija punjenih karamela i lansiran je niz novih i inovativnih proizvoda<sup>23</sup>. Prema izvješću o novčanom toku, novčani tok od investicijskih aktivnosti u 2019. godini iznosio je 38.058.000 kuna što je vidljivo i na slici 4.

<sup>23</sup> Godišnji financijski izvještaj za 2019. godinu, [https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I\\_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf](https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf) (5.7.2023.)

**Slika 4. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2019. godini**

<b>POZICIJA / DESCRIPTION</b>	<b>Bilješka / Note</b>	<b>2019.</b>	<b>2018.</b> prepravljeno
		HRK'000	HRK'000
<b>INVESTICIJSKE AKTIVNOSTI / INVESTING ACTIVITIES</b>			
<b>Primici / Inflow</b>			
Primici s osnova dospjeća police životnog osiguranja / Cash inflow from the maturity of a life insurance policy		3.822	0
Primici od povrata depozita / Cash inflow from the return of deposits / Cash inflow from return of other loans given to nonsubsidiaries		12.046	0
Primici od povrata danih zajmova nepovezanim društvima / Cash inflow from sale of non-current tangible assets		90.606	17.820
Primici od prodaje dugotrajne imovine		503	1.461
		<b>106.977</b>	<b>19.281</b>
<b>Izdaci / Outflow</b>			
Izdaci za dane zajmove / Cash outflow for loans given		(1.000)	(41.836)
Izdaci za nabavu dugotrajne materijalne imovine / Cash outflow for the purchase of non-current tangible assets		(67.919)	(21.122)
		<b>(68.919)</b>	<b>(62.958)</b>
<b>Novčani tok od investicijskih aktivnosti / Cash flow from investing activities</b>		<b>38.058</b>	<b>(43.677)</b>

Izvor: Godišnji financijski izvještaj za 2019. godinu, [https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I\\_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf](https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf), str.97 (5.7.2023.)

Tijekom 2020. godine, kao i većina poduzeća, Kraš je poslovao u otežanim uvjetima nastalim uslijed pandemije virusa COVID – 19 koji su se odrazili i na distributivne procese poduzeća. Također, veliki utjecaj na pojedine planirane aktivnosti ostavili su i potresi u Zagrebu i Petrinji tijekom ožujka i prosinca te godine. U 2020. godini proveden je niz mjera restrukturiranja u svrhu povećavanja produktivnosti i efikasnosti cjelokupnog poslovanja. Pokrenut je postupak preuzimanja Mire a.d. iz Prijedora te je Kraš, kroz javnu ponudu povećao svoj udio u Miri a.d.. U srpnju 2020. godine završen je postupak pripajanja Kraš – trgovine d.o.o. društvu Kraš d.d. te je taj segment nastavio poslovanje kroz maloprodaju Kraša d.d.. Bez obzira na pandemiju Kraš je nastavio sa svojim investicijskim aktivnostima. U pogon je puštena nova moderna linija u Tvornici kakao proizvoda koja omogućava bolju kvalitetu Životinjskog carstva koji se često smatra Kraševim najpoznatijim proizvodom te razvoj novih proizvoda. U Karolini završena je nova proizvoda linija za proizvodnju Moto keksa kojom se značajno podigla efikasnost proizvodnje, a u Miri a.d. u Prijedoru puštena je u pogon nova linija za proizvodnju koja je iste godine plasirala na tržište novu liniju proizvoda PreKrašnih kolačića. U 2020. godini, Kraš je na tržište lansirao nekolicinu novih proizvoda, kao i novi dizajn Dorina čokolada<sup>24</sup>. Prema izvješću o novčanom toku, u 2020. godini zabilježen je negativan novčani tok od investicijskih aktivnosti u iznosu od 80.774.775 kuna što je prikazano na slici 5.

<sup>24</sup> Godišnji financijskih izvještaj za 2020. godinu, <https://www.kras.hr/datastore/filestore/97/Godisnji-FI-za-2020-REVIDIRANO-KONSOLIDIRANO.pdf> (5.7.2023.)

**Slika 5. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2020. godini**

<b>Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti</b>			
1. Novčani primici od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	021	1.061.755	9.054.813
2. Novčani primici od prodaje financijskih instrumenata	022	0	0
3. Novčani primici od kamata	023	1.975.056	72.864
4. Novčani primici od dividendi	024	5.352	0
5. Novačani primici s osnove povrata danih zajmova i štednih uloga	025	89.848.000	19.208.270
6. Ostali novčani primici od investicijskih aktivnosti	026	19.187.844	3.190.289
<b>III. Ukupno novčani primici od investicijskih aktivnosti (AOP 021 do 026)</b>	<b>027</b>	<b>112.078.007</b>	<b>31.526.236</b>
1. Novčani izdaci za kupnju dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	028	-68.068.118	-112.301.011
2. Novčani izdaci za stjecanje financijskih instrumenata	029	0	0
3. Novačani izdaci s osnove danih zajmova i štednih uloga za razdoblje	030	0	0
4. Stjecanje ovisnog društva, umanjeno za stečeni novac	031	0	0
5. Ostali novčani izdaci od investicijskih aktivnosti	032	0	0
<b>IV. Ukupno novčani izdaci od investicijskih aktivnosti (AOP 028 do 032)</b>	<b>033</b>	<b>-68.068.118</b>	<b>-112.301.011</b>
<b>B) NETO NOVČANI TOKOVI OD INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI (AOP 027+033)</b>	<b>034</b>	<b>44.009.889</b>	<b>-80.774.775</b>

*Izvor: Godišnji financijskih izvještaj za 2020. godinu,*

*<https://www.kras.hr/datastore/filestore/97/Godisnji-FI-za-2020-REVIDIRANO-KONSOLIDIRANO.pdf>, str. 9 (5.7.2023.)*

Unatoč krizi u 2021. godini, Kraš i dalje nastavlja sa svojim investicijskim aktivnostima kako bi zadržao poziciju lidera. U travnju 2021. godine završena je investicija u novu liniju Moto kekša u osječkoj tvornici koja obuhvaća novu modernu liniju, transportere i automate za pakiranje. Također je pokrenuto investiranje u poboljšanje linije za proizvodnju vafel proizvoda Frondi u tvornici Miri, koja je omogućila povećanje obujma ukupne proizvodnje i automatizaciju. U Zagrebu je pokrenuta investicija u automatizaciju proizvodnje kekša Domaćice te automatizaciju pakiranja Napolitanki. Lansirano je nekoliko novih proizvoda, a među njima su PreKrašni kolačići u osam različitih okusa, nova Tortica Crunchy, linija tamne čokolade Kraš Selection, kao i novi okusi Domaćice i Dorine. Početkom 2021. godine pokrenut je već spomenuti projekt „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije jačanjem IRI kapaciteta“, a u drugoj polovici godine, otvoren je Kraš choco&caffè bar u Zagrebu, na središnjem trgu, trgu bana Josipa Jelačića, u kojemu je objedinjena prodavaonica i caffè bar<sup>25</sup>. Prema izvješću o novčanom toku, u 2021. godini zabilježen je negativan neto novčani tok od investicijskih aktivnosti u iznosu od 51.573.344 kuna što je vidljivo na slici 6.

<sup>25</sup> Godišnji financijski izvještaj za 2021. godinu, <https://www.kras.hr/datastore/filestore/110/Godisnji-financijski-izvjestaj-za-2021-s-izvjestajem-revizora-KONSOLIDIRANO.pdf> (5.7.2023.)



**Slika 6. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2021. godini**

Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti			
1. Novčani primici od prodaje dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	021	9.054.813	18.143.800
2. Novčani primici od prodaje financijskih instrumenata	022	0	0
3. Novčani primici od kamata	023	72.864	12.448
4. Novčani primici od dividendi	024	0	0
5. Novčani primici s osnove povrata danih zajmova i štednih uloga	025	19.208.270	0
6. Ostali novčani primici od investicijskih aktivnosti	026	3.190.289	3.762.037
<b>III. Ukupno novčani primici od investicijskih aktivnosti (AOP 021 do 026)</b>	<b>027</b>	<b>31.526.236</b>	<b>21.918.285</b>
1. Novčani izdaci za kupnju dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine	028	-112.301.011	-71.321.426
2. Novčani izdaci za stjecanje financijskih instrumenata	029	0	0
3. Novčani izdaci s osnove danih zajmova i štednih uloga za razdoblje	030	0	0
4. Stjecanje ovisnog društva, umanjeno za stečeni novac	031	0	0
5. Ostali novčani izdaci od investicijskih aktivnosti	032	0	-2.170.203
<b>IV. Ukupno novčani izdaci od investicijskih aktivnosti (AOP 028 do 032)</b>	<b>033</b>	<b>-112.301.011</b>	<b>-73.491.629</b>
<b>B) NETO NOVČANI TOKOVI OD INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI (AOP 027+033)</b>	<b>034</b>	<b>-80.774.775</b>	<b>-51.573.344</b>

Izvor: Godišnji financijski izvještaj za 2021. godinu,

<https://www.kras.hr/datastore/filestore/110/Godisnji-financijski-izvjestaj-za-2021-s-izvjestajem-revizora-KONSOLIDIRANO.pdf>, str. 9 (5.7.2023.)

### 5.3. Interpretacija podataka i prijedlozi za poboljšanje

Preuzimanje tvornice Karoline iz Osijeka i Mire iz Prijedora bila je i isplativa investicija za Kraš i može se reći kako je poduzeću donijelo brojne prednosti. Ova investicija pomogla je Krašu da ojača svoju konkurentsku poziciju i stekne još veći tržišni udio. Također, preuzimanjem Karoline stekli su poznate brendove Jadro i Moto koji su kod potrošača izrazito cijenjeni i prepoznati kao kvalitetni proizvodi što Krašu također ide u korist i može se zaključiti kako je ova investicija Krašu pomogla u postizanju leaderske pozicije u konditorskoj industriji. Isto vrijedi i za ekopark Krašograd. Ovaj ekopark Krašu je omogućio da se diferencira od konkurencije, a istovremeno poduzeću osigurava imidž društveno odgovornog poduzeća jer se radi o ekoparku koji se temelji na održivosti, što bi bila i glavna prednost ove investicije. Ono što se nameće kao nedostatak ove investicije je premalo ulaganja u marketinške aktivnosti za promoviranje ekoparka. Krašev marketinški tim trebao bi više pozornosti posvetiti promoviranju ekoparka putem društvenih mreža, prvenstveno Facebooka i Instagrama jer društvene mreže danas okupljaju veliki broj ljudi, a uz zanimljive i kreativne oglase i objave mogli bi privući svoju ciljnu skupinu. Kao jedna od investicija spomenuta su i ulaganja u plaće zaposlenika, što je uvijek isplativa investicija. Zaposlenici su ti koji svojim trudom i radom doprinose boljem poslovanju poduzeća i za to bi trebali biti adekvatno nagrađeni. Kraš kao poduzeće sa stoljetnom tradicijom uviđa koliko je važno ulagati u svoje zaposlenike i brinuti o njihovim potrebama i željama što je vidljivo iz njihovog odnosa prema zaposlenicima. Provedba projekta „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije

jačanjem IRI kapaciteta“ pokazala se kao dobar poslovni potez za Kraš. U današnje vrijeme, razvojem društvenih mreža i sve većom prisutnošću ljudi i djece na Internetu, više se pridaje važnost zdravom načinu života i zdravijoj prehrani. Sve je više ljudi koji se okreću veganstvu i vegetarijanstvu kao načinu života i Kraš je to uspio prepoznati kao priliku za pridobivanje tog segmenta potrošača, iako primarno proizvodi konditorske proizvode koji su generalno gledano nezdravi.

Analizirajući investicijske aktivnosti i temeljne financijske izvještaje Kraša u 2019., 2020. i 2021. godini, može se zaključiti kako kriza uvjetovana pandemijom virusa COVID – 19 nije imala značajan utjecaj na investicijske aktivnosti poduzeća. U 2019. godini Kraš je realizirao brojne investicije, a istim tempom je nastavio i u 2020. godini. Iako je u 2020. godini zabilježen negativan novčani tok od investicijskih aktivnosti, vidljivo je da u 2021. godini dolazi do smanjenja tog negativnog trenda, a isti trend se nastavlja i u 2022. godini. Kraš je poduzeće koje stabilno posluje već duži niz godina, lider je u svojoj djelatnosti i samim time financijski je dovoljno jako da si može priuštiti investiranje i za vrijeme krize koja je nastala 2020. godine. Kraš je uspješno savladao krizu uzorkovanu pandemijom virusa COVID – 19 što se može zaključiti iz činjenice da je upravo te godine Kraš preuzeo tvornicu Miru a.d., što nije bila mala investicija, isto tako nastavljeno je ulaganje u modernizaciju proizvodnih pogona što je također zahtijevalo značajna financijska sredstva. Veliku ulogu u uspješnom savladavanju krize ima sami menadžment poduzeća koji prepoznaje važnost kontinuiranog ulaganja u modernizaciju proizvodnih pogona i inoviranju proizvoda kako bi zadržali postojeće i privukli nove kupce.

Kako bi se uspješno obranio od svih budućih kriza i zadržao leadersku poziciju koju danas ima, Kraš bi i u budućnosti trebao nastaviti sa kontinuiranim ulaganjem u inoviranje proizvoda. Ono što se nameće kao prijedlog za poboljšanje je investiranje u proširenje asortimana slanih proizvoda ili ostvarivanje poslovne suradnje sa nekim od poduzeća koja se bave proizvodnjom te vrste prehrambenih proizvoda. Time bi se poduzeće Kraš diferenciralo od konkurencije i dodatno ojačalo svoju poziciju lidera na tržištu. Također bi došlo do povećanja tržišnog udjela, a samim time, s lakoćom bi se moglo obraniti od svih potencijalnih kriza koje mogu nastati u bilo kojem trenutku jer će biti financijski dovoljno stabilno. Kao jedna od strategija uspješnog savladavanja krize može se navesti i formiranje kriznog tima i definiranje kriznog plana kojeg Kraš trenutno nema. Formiranjem tima koji će pratiti situacije na tržištu i osmišljavati strategije upravljanja kriznim situacijama, Kraš će uvijek biti u prednosti i moglo bi izbjeći krizu i prije nego što ona nastupi te samim time smanjiti posljedice nastane krize na minimalnu razinu.

## 6. ZAKLJUČAK

Investiranje se može definirati kao ulaganje novčanih sredstava u različite oblike imovine kako bi se stekle određene koristi u budućnosti. Investirati se može u realnu, financijsku i neopipljivu imovinu. Sam proces investiranja složen je proces koji započinje utvrđivanjem ciljeva investiranja, a završava kontinuiranim praćenjem i revizijom portfelja. Bez obzira na tip i vrstu investicijskih odluka, postoje četiri karakteristike koje su zajedničke svim investicijskim projektima poduzeća, a to su: dugoročni karakter, vremenski raskorak između ulaganja i efekta ulaganja, rizik i neizvjesnost te međuovisnost investiranja i financiranja. Financijska efikasnost investicijskih projekata određena je dinamikom njihovih novčanih tokova koji se dijele na dva razdoblja: razdoblje investiranja i efektuiranja. Rizik svakog investicijskog projekta ogleda u njegovoj individualnoj rizičnosti, rizičnosti za poduzeće i tržišnoj rizičnosti.

Na uspješno realiziranje investicijskih projekata negativan utjecaj može imati kriza koja može nastati u bilo kojem trenutku. Uzroci nastanka krize iz vanjskog okruženja mogu biti ekonomske, socijalne, tehnološke, političke i konkurentske promjene, dok uzroci krize iz unutarnjeg okruženja poduzeća mogu biti loš menadžment, visoki troškovi, neadekvatan nadzorni odbor, loše upravljanje financijama te namjerno štetno djelovanje. Proces upravljanja krizom obuhvaća mnogobrojne aktivnosti za djelovanje prije nastanka krize, za upravljanje krizom kada ona traje te za djelovanje nakon što krize završi. Iako većina poduzeća izbjegava investiranje za vrijeme krize, ono može rezultirati brojnim koristima za cjelokupno poslovanje poduzeća. Za vrijeme krize, poduzeće može lakše privući kvalitetan kadar ljudi, kupovati imovinu po povoljnijom cijeni i inovirati postojeće proizvode.

Poduzeće Kraš d.d. regionalni je lider u proizvodnji konditorskih proizvoda i tokom posljednjih nekoliko godina uspio je realizirati brojne investicijske projekte. Neki od njih su: preuzimanje tvornica u Osijeku i Prijedoru, izgradnja ekoparka Krašograda te provedba projekta „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije jačanjem IRI kapaciteta“ sufinanciranog sredstvima iz europskih fondova. Pandemija virusa COVID – 19 nije imala značajan utjecaj na investicije Kraša. Iako je zabilježen negativan novčani tok od investicijskih aktivnosti u 2020. godini u odnosu na 2019., Kraš je u godini pandemije i dalje nastavio sa investicijama u modernizaciju proizvodnje i inoviranje proizvoda, kao što je to radio i prije nastanka krize.

## 7. POPIS LITERATURE

### *Knjige:*

1. Benić, Đ. (2016): Makroekonomija. Zagreb: Školska knjiga
2. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. (2006): Počela ulaganja. Zagreb: MATE
3. Čulo, K. (2010): Ekonomika investicijskih projekata. Osijek: Građevinski fakultet Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera
4. Kadlec, Ž. (2021): Upravljanje krizom i rizicima. Virovitica: Veleučilište u Virovitici
5. Mihaljević, B., Ostojić, A., Trut, D. (2022): Krizno planiranje i strateško upravljanje krizom. Zagreb: Poslovno učilište integralne sigurnosti i razvoja Zagreb
6. Orsag S. (2007): Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata. Zagreb: Masmedia
7. Orsag S., Dedi, L. (2011): Budžetiranje kapitala: Procjena investicijskih projekata – drugo prošireno izdanje. Zagreb: Masmedia
8. Sučević, D. (2016): Krizni menadžment. Zagreb: Effectus studij financije i prava
9. Vukičević, M., Odošić, S. (2013): Ekonomika projekta. Zaprješić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adam Krčelić“

### *Članci u časopisima:*

10. Bendeković, S. i koautori (2007): Priprema i ocjena investicijskih projekata. Ekonomski pregled vol. ½. Zagreb: FOIP biblioteka. str.85 – 93
11. Brzaković, T. (2005): Proces investiranja i investicione strategije na tržištu kapitala. Bankarstvo vol. 9/10. Beograd: KBK Broker d.o.o.. str. 30 – 38
12. Kruljac, Ž., Knežević, D. (2020): Prevencija ili evidencija: prepoznati rane simptome krize ili evidentirati gubitke u poslovanju. Obrazovanje za poduzetništvo vol. 10/2. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb. str. 155 – 168
13. Kunji, Ž., Stojanović, S. (2021): Pandemija Covid – 19: Utjecaj na gospodarstvo i mjere za ublažavanje krize u Republici Hrvatskoj. SKEI – Međunarodni interdisciplinarni časopis vol. 2/11, Vukovar: Veleučilište „Lavoslav Ružička“. str. 16 – 29
14. Prdić, J., Tolušić, Z. (1996): Pojam i sadržaj investicijskog projekta. Ekonomski vjesnik vol. 9/10. Osijek: Ekonomski fakultet Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku. str. 83 – 87

15. Puška, A. (2011): Analiza osjetljivosti u funkciji investicijskog odlučivanja. Praktični menadžment: stručni časopis za teoriju i praksu menadžmenta vol. 2/2. Brčko: Hrčak. str. 80 – 86

***Članak u elektroničkom časopisu:***

16. Beriša, A. (2021): Analiza investicijskog projekta u poduzeću. Repozitorij Ekonomskog fakulteta Zagreb,  
<https://repozitorij.efzg.unizg.hr/islandora/object/efzg%3A7026/datastream/PDF/view>  
(21.6.2023)

***Mrežne stranice:***

17. Aktivno ulaganje naspram pasivnog ulaganja: Koja je razlika?, <https://investing-network.com/hr/blog/active-versus-passive/> (19.6.2023.)
18. Business investment activity during the crisis,  
<https://esfcompany.com/en/articles/economics-and-finance/business-investment-activity-during-the-crisis/> (3.7.2023.)
19. Ekopark mjesečno Krašu donese milijun kuna, <https://lidermedia.hr/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/ekopark-mjesečno-krašu-donese-milijun-kuna-81908>  
(4.7.2023.)
20. Fungibilnost, <https://hrportfolio.hr/investicijski-rjecnik?pojam=F> (17.6.2023.)
21. Godišnji financijski izvještaj za 2019. godinu,  
[https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I\\_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf](https://www.kras.hr/datastore/filestore/92/FI-I_XII-2019-KONSOLIDIRANO.pdf)  
(5.7.2023.)
22. Godišnji financijskih izvještaj za 2020. godinu,  
<https://www.kras.hr/datastore/filestore/97/Godisnji-FI-za-2020-REVIDIRANO-KONSOLIDIRANO.pdf> (5.7.2023.)
23. Godišnji financijski izvještaj za 2021. godinu,  
<https://www.kras.hr/datastore/filestore/110/Godisnji-financijski-izvjestaj-za-2021-s-izvjestajem-revizora-KONSOLIDIRANO.pdf> (5.7.2023.)
24. How Companies Should Invest in a Downturn, <https://hbr.org/2022/06/how-companies-should-invest-in-a-downturn> (4.7.2023.)
25. How companies invest well in times of crisis, <https://morehandigital.info/en/how-companies-invest-well-in-times-of-crisis/> (3.7.2023.)

26. Investiranje, <https://blog.dnevnik.hr/investiranja/2009/12/1627153747/ulagaci-proces-i-ogranicenja-ulaganja.html> (17.8.2023.)
27. Izvješće o preuzimanju akcionarskog društva Mira a.d. Prijedor, <https://www.kras.hr/datastore/filestore/29/Izvjesce-o-preuzimanju-Mira-a.d.pdf> (4.7.2023.)
28. Kraš sljedeće godine ulaže 14 milijuna kuna u povećanje plaća, <https://lidermedia.hr/poslovna-scena/hrvatska/kras-sljedece-godine-ulaze-14-milijuna-kuna-u-povecanje-placa-140407> (4.7.2023.)
29. Kraš za 7 milijuna eura kupio Karolinu bez slanog programa, <https://www.poslovni.hr/domace/kras-za-7-milijuna-eura-kupio-karolinu-bez-slanog-programa-171527> (4.7.2023.)
30. Ljudski potencijali, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/karijere/ljudski-potencijali> (4.7.2023.)
31. O nama, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/o-nama> (4.7.2023.)
32. Povijest Kraša, <https://www.kras.hr/hr/o-nama/o-nama/povijest-krasa/1910> (4.7.2023.)
33. Poslovanje kao rulet (Monte Carlo simulacija), <https://www.teb.hr/novosti/2022/poslovanje-kao-rulet-monte-carlo-simulacija/> (21.6.2023)
34. Portfelj, <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=49584> (19.6.2023.)
35. Risk analysis for investment projects, <https://esfccompany.com/en/articles/economics-and-finance/risk-analysis-for-investment-projects/> (20.6.2023.)
36. Stablo odlučivanja, [http://dms1.irb.hr/tutorial/hr\\_tut\\_dtrees.php](http://dms1.irb.hr/tutorial/hr_tut_dtrees.php) (21.6.2023)
37. U tijeku je provedba projekta „Razvoj veganskih konditorskih proizvoda i unaprjeđenje tehnologije jačanjem IRI kapaciteta“, <https://www.kras.hr/hr/eu-projekti> (4.7.2023.)
38. What makes companies invest?, [https://www.richmondfed.org/publications/research/econ\\_focus/2020/q4/feature2](https://www.richmondfed.org/publications/research/econ_focus/2020/q4/feature2) (17.6.2023.)

***Natuknica u elektroničkoj enciklopediji:***

39. Investicije. Hrvatska enciklopedija, (2021): Leksikografski zavod Miroslav Krleža, <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=27720> (31.5.2023.)

***Elektronički izvor:***

40. Sabolić, D. (2013): Procjena investicijskih projekata – bilješke s predavanja, [https://bib.irb.hr/datoteka/629656.Inzeko09\\_Procjena\\_investicijskih\\_projekata\\_130510.pdf](https://bib.irb.hr/datoteka/629656.Inzeko09_Procjena_investicijskih_projekata_130510.pdf) (5.6.2023.)

## 8. POPIS ILUSTRACIJA

### *Slike:*

1. Slika 1. Razdoblje investiranja i efektiviranja projekta
2. Slika 2. Metode za upravljanje rizicima
3. Slika 3. Investicijski projekti poduzeća Kraš d.d.
4. Slika 4. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2019. godini
5. Slika 5. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2020. godini
6. Slika 6. Novčani tokovi od investicijskih aktivnosti u 2021. godini

### *Tablice:*

1. Tablica 1. Karakteristike investicijskih projekata
2. Tablica 2. Uzroci poslovne krize
3. Tablica 3. Faze procesa upravljanja krizom

### *Grafikoni:*

1. Grafikon 1. Rizičnost projekta za poduzeće
2. Grafikon 2. Tržišni rizik investicijskog projekta





**OBRAZAC 5**

**IZJAVA O AUTORSTVU**

Ja, MAJA BRUŠ

izjavljujem da sam autor/ica završnog/diplomskog rada pod nazivom

INVESTRANJE I UTJECAJ KRIZE NA INVESTICIJE  
PODUZEĆA

Svojim vlastoručnim potpisom jamčim sljedeće:

- da je predani završni/diplomski rad isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija,
- da su radovi i mišljenja drugih autora/ica, koje sam u svom radu koristio/la, jasno navedeni i označeni u tekstu te u popisu literature,
- da sam u radu poštivao/la pravila znanstvenog i akademskog rada.

**Potpis studenta/ice**

Maja Bruš



**OBRAZAC 6**

**ODOBRENJE ZA OBJAVLJIVANJE ZAVRŠNOG/DIPLOMSKOG RADA U  
DIGITALNOM REPOZITORIJU**

Ja MAJA BRLAS

dajem odobrenje za objavljivanje mog autorskog završnog/diplomskog rada u javno dostupnom digitalnom repozitoriju Veleučilišta u Virovitici sadržanom u Dabar (Digitalni akademski arhivi i repozitoriji) te u javnoj internetskoj bazi završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice bez vremenskog ograničenja i novčane nadoknade, a u skladu s odredbama članka 58. stavka 5., odnosno članka 59. stavka 4. Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti (NN 119/22).

Potvrđujem da je za pohranu dostavljena završna verzija obranjenog i dovršenog završnog/diplomskog rada. Ovom izjavom, kao autor navedenog rada dajem odobrenje i da se moj rad, bez naknade, trajno javno objavi i besplatno učini dostupnim na sljedeći način:

- a) Rad u otvorenom pristupu
- b) Rad dostupan nakon: \_\_\_\_\_ (upisati datum nakon kojeg želite da rad bude dostupan)
- c) Pristup svim korisnicima iz sustava znanosti i visokog obrazovanja RH
- d) Pristup korisnicima matične ustanove
- e) Rad nije dostupan (*u slučaju potrebe dodatnog ograničavanja pristupa Vašem završnom/diplomskom radu, podnosi se pisani obrazloženi zahtjev*).

Potpis studenta/ice

Maja Brlas

U Virovitici, 4.9.2023.