

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni specijalistički studij *Računovodstvo, revizija i analiza*

Vesna Jurilj

**PROCJENA FINANCIJSKE ODRŽIVOSTI ULAGANJA U
INDUSTRIJI BEZALKOHOLNIH PIĆA**

Specijalistički rad sveučilišnog specijalističkog studija

Osijek, 2026

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Sveučilišni specijalistički studij *Računovodstvo, revizija i analiza*

Vesna Jurilj

**PROCJENA FINANCIJSKE ODRŽIVOSTI ULAGANJA U
INDUSTRIJI BEZALKOHOLNIH PIĆA**

Specijalistički rad sveučilišnog specijalističkog studija

JMBAG: 1279

e-mail: vesna.jurilj@gmail.com

Mentor: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

Osijek, 2026

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics and Business in Osijek

University Specialist Study Accounting, Audit and Analysis

Vesna Jurilj

**ASSESSMENT OF FINANCIAL SUSTAINABILITY OF
INVESTMENT IN THE NON-ALCOHOLIC BEVERAGE
INDUSTRY**

Final paper

Osijek, 2026

IZJAVA
O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,
PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,
SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA
I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je specijalistički rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na vlastitim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*. 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna trajnom pohranjivanju i objavljivanju mog rada u Institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, Repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom Repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o visokom obrazovanju i znanstvenoj djelatnosti, NN 119/2022).
4. Izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan s dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: Vesna Jurilj

JMBAG:

OIB: 48673253809

e-mail za kontakt: vesna.jurilj@gmail.com

Naziv studija: Sveučilišni specijalistički studij Računovodstvo, revizija i analiza

Naslov rada: PROCJENA FINANCIJSKE ODRŽIVOSTI ULAGANJA U INDUSTRIJI BEZALKOHOLNIH PIĆA

Mentor/mentorica rada: prof. dr. sc. Dubravka Pekanov

U Osijeku, _____ godine

Potpis _____

PROCJENA FINANCIJSKE ODRŽIVOSTI ULAGANJA U INDUSTRIJI BEZALKOHOLNIH PIĆA

SAŽETAK

Predmet ovog rada je procjena financijske održivosti investicijskog projekta u industriji bezalkoholnih pića, provedena metodom studije slučaja proizvodnog poduzeća koje planira modernizaciju proizvodnih kapaciteta. Cilj istraživanja je utvrditi financijsku opravdanost planiranog ulaganja, procijeniti sposobnost poduzeća za uredno podmirenje financijskih obveza te ocijeniti dugoročnu održivost investicije u kontekstu rastućih regulatornih zahtjeva vezanih uz smanjenje udjela šećera u bezalkoholnim pićima i okolišni, društveni i upravljački standardi Environmental, Social, and Governance standards - ESG) standarde.

U teorijskom dijelu rada razmatraju se ključni aspekti investicijskog odlučivanja, uključujući dinamičke metode vrednovanja poput neto sadašnje vrijednosti (NPV) i interne stope rentabilnosti (IRR), trošak kapitala te specifičnosti financiranja putem bespovratnih sredstava EU fondova. Empirijski dio temelji se na analizi stvarnih financijskih podataka poduzeća i projekciji novčanih tokova za razdoblje od 2026. do 2036. godine.

Rezultati pokazuju da projekt ostvaruje NPV od 0,9 milijuna eura, IRR od 15,73 % te razdoblje povrata od sedam godina, čime se potvrđuje financijska održivost ulaganja. Kombinacija vlastitih sredstava, bespovratnih EU sredstava i bankovnog kredita omogućuje održivu razinu zaduženosti, dok integracija ESG čimbenika doprinosi smanjenju operativnih troškova i ublažavanju regulatornih rizika.

Integrirani pristup koji povezuje financijsku analizu, upravljanje rizicima i ESG kriterije predstavlja jedan od ključnih preduvjeta za donošenje održivih investicijskih odluka, pri čemu primijenjeni metodološki okvir može poslužiti kao model za evaluaciju sličnih projekata u prehrambenoj industriji.

Ključne riječi: investicijski projekt, financijska održivost, metode dinamičke ocjene projekta, industrija bezalkoholnih pića

ASSESSMENT OF FINANCIAL SUSTAINABILITY OF INVESTMENT IN THE NON-ALCOHOLIC BEVERAGE INDUSTRY

ABSTRACT

This paper assesses the financial sustainability of an investment project in the non-alcoholic beverage industry through a case study of a manufacturing company planning a significant modernization of its production capacities. The research aims to determine the financial viability of the planned investment, evaluate the company's ability to service its financial obligations on time, and assess the long-term sustainability of the investment in the context of increasing regulatory requirements related to reducing sugar content in non-alcoholic beverages and ESG standards.

The theoretical section examines key aspects of investment decision-making, including dynamic valuation methods such as net present value (NPV) and internal rate of return (IRR), cost of capital, and the specifics of financing through EU grant funds. The empirical section is based on an analysis of the company's actual financial data and cash flow projections for the period from 2026 to 2036.

The results show that the project achieves an NPV of EUR 0.9 million, an IRR of 15.73%, and a payback period of four years, confirming the financial viability of the investment. The combination of own funds, non-repayable EU funds, and a bank loan ensures a sustainable level of indebtedness, while the integration of ESG factors reduces operating costs and mitigates regulatory risks.

An integrated approach that combines financial analysis, risk management, and ESG criteria is a key prerequisite for making sustainable investment decisions. The applied methodological framework may serve as a model for evaluating similar projects in the food industry.

Keywords: investment project, financial sustainability, dynamic project evaluation methods, non-alcoholic beverage industry

SADRŽAJ

1. Uvod.....	1
2. Teorijski okvir financijske analize i ocjene investicijskih projekata	4
2.1. Financijski pokazatelji u procjeni financijske održivosti investicija	5
2.1.1. Pokazatelji likvidnosti.....	6
2.1.2. Pokazatelji zaduženosti	7
2.1.3. Pokazatelji profitabilnosti	9
2.2. Metode ocjene isplativosti investicija.....	11
2.2.1. Računovodstvena stopa povrata.....	11
2.2.2. Metoda razdoblja povrata	12
2.2.3. Neto sadašnja vrijednost (NPV).....	12
2.2.4. Interna stopa rentabilnosti.....	13
2.3. Procjena novčanih tokova investicijskog projekta	13
2.3.1. Struktura novčanih tokova projekta	14
2.3.2. Inkrementalni pristup nasuprot pristupu ukupnog poduzeća	14
2.3.3. Tretman obrtnog kapitala i amortizacije	15
2.4. Trošak kapitala, struktura financiranja i uloga bespovratnih sredstava	16
2.4.1. Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)	17
2.4.2. Specifičnosti financiranja putem bespovratnih sredstava EU fondova.....	19
2.5. Analiza osjetljivosti i upravljanje rizicima investicijskih projekata	20
2.5.1. Analiza osjetljivosti	20
2.5.2. Analiza scenarija	21
2.5.3. Stresno testiranje novčanih tokova	21
2.6. ESG kriteriji i financijska održivost investicija.....	22
2.6.1. Povezanost ESG kriterija i financijske uspješnosti.....	22
2.6.2. Materijalnost ESG čimbenika i utjecaj na trošak kapitala	23
2.6.3. Regulatorni okvir: EU taksonomija i CSRD.....	25
2.6.4. Energetska tranzicija u prehrambenoj industriji	26
2.6.5. Integracija ESG kriterija u investicijsko odlučivanje	27
3. Metodologija rada	29
3.1. Istraživački pristup.....	29

3.2. Izvori podataka	30
3.3. Metode analize podataka	30
3.4. Polazne pretpostavke financijskih projekcija	31
4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja: analiza investicijskog projekta u proizvodnji bezalkoholnih pića.....	33
4.1. Opis poduzeća	33
4.2. Analiza postojećeg poslovanja poduzeća.....	34
4.3. Planirana investicija i polazne pretpostavke.....	48
4.4. Projekcije poslovanja i financijska ocjena projekta	50
4.4.1. Projekcije prihoda i troškova	51
4.4.2. Projekcija novčanih tokova investicijskog projekta	56
4.4.3. Financijska ocjena projekta.....	58
4.5. Utjecaj investicijskog projekta na financijsku poziciju poduzeća	62
4.5.2. Kretanje novčanih tokova i likvidnost	62
4.5.3. Podmirenje obveza i dugoročna otpornost na rizike.....	64
4.5.4 ESG aspekt održivosti investicije	66
4.6. Zaključna ocjena projekta	67
5. Rasprava	68
5.1. Financijska struktura i održivost zaduženosti u uvjetima neizvjesnosti.....	68
5.2. Konkurentnost poduzeća i diverzifikacija poslovanja u kontekstu tržišnih promjena.....	70
5.3. Energetska učinkovitost u kontekstu geopolitičkih kretanja	72
6. Zaključak	73
Literatura:.....	76
Popis grafikona.....	81
Popis kratica i akronima.....	82

1. Uvod

Suvremeno gospodarsko okruženje obilježeno je stalnim i ubrzanim promjenama tržišta, rastućom konkurencijom te sve izraženijim zahtjevima potrošača za kvalitetnim i održivim proizvodima. U takvim uvjetima dugoročni rast poduzeća temelji se na kontinuiranom razvoju proizvodnih kapaciteta i uvođenju tehnoloških inovacija, koje omogućuju učinkovitu prilagodbu promjenjivim tržišnim zahtjevima.

Svaka industrija suočava se sa specifičnim izazovima, a industrija bezalkoholnih pića posebno je obilježena dinamičnim promjenama u potražnji, razvoju novih proizvoda i sve većim naglaskom na održivost. Takvo okruženje zahtijeva stalnu prilagodbu proizvodnih procesa, asortimana i poslovnih modela, kako bi poduzeća mogla zadržati konkurentnost i osigurati dugoročan rast (Gazzola i sur., 2024).

Tidjani, Selten i van Galen (2025) navode da prehrambena industrija i industrija proizvodnje pića predstavljaju jedan od ključnih sektora europskog gospodarstva. U razdoblju od petnaest godina Europska unija ostvarila je značajan rast trgovinskog suficita u navedenim sektorima, i to čak 384 %, čime su oni postali jedni od najvažnijih generatora vanjskotrgovinskih prihoda EU-a. Isto istraživanje navodi kako je vrijednost izvoza porasla za 133 %, dok je rast uvoza bio znatno umjereniji (65 %), što upućuje na jačanje globalne konkurentnosti europskih proizvoda. Takvi trendovi potvrđuju važnost ovog sektora u kontekstu međunarodne trgovine i gospodarskog rasta Europske unije.

Unatoč pozitivnim kretanjima, prehrambena industrija i dalje se suočava s određenim strukturnim izazovima. Iako je u razdoblju od 2008. do 2022. godine zabilježen rast produktivnosti od 41 %, ona je i dalje približno 30 % niža u odnosu na ostatak europske prerađivačke industrije. Kao ključni razlozi ističu se nedovoljna ulaganja u tehnologiju te nedostatak kvalificirane radne snage (Tidjani, Selten i van Galen, 2025). Navedeni pokazatelji ukazuju na istodobno postojanje značajnog razvojnog potencijala, ali i potrebe za dodatnim ulaganjima i modernizacijom, što je osobito važno u kontekstu industrije bezalkoholnih pića kao dijela šire prehrambene industrije.

Industrija bezalkoholnih pića suočava se s izraženim promjenama u potrošačkim navikama, koje se očituju u sve većem odmaku od zaslađenih proizvoda prema zdravijim i ekološki prihvatljivijim alternativama. Rastuća svijest potrošača o negativnim učincima prekomjernog unosa šećera te sve veći naglasak na zdravlju i kvaliteti prehrane značajno utječu na strukturu potražnje (Popkin i Hawkes, 2016; Chen i sur., 2022).

Europsko tržište bezalkoholnih pića jedno je od najdinamičnijih u globalnom kontekstu. Prema podacima Statiste (2025), prihodi na europskom tržištu bezalkoholnih pića iznose oko 286 milijardi američkih dolara u 2025. godini, uz predviđeni godišnji rast od oko 4 % u segmentu kućne potrošnje do 2030. Posebno dinamičan rast bilježe kategorije funkcionalnih napitaka, biljnih alternativa i pića s dodanom zdravstvenom vrijednošću, koja sve više preuzimaju tržišni udio od tradicionalnih zaslađenih pića. Segment voda u boci, koji odražava duboku promjenu potrošačkih preferencija prema zdravijim alternativama, čini 32,7 % ukupnog volumena potrošnje bezalkoholnih pića u Europi (Statista, 2025).

Promjenama potrošačkih navika pridružuje se i sve intenzivniji regulatorni pritisak. Svjetska zdravstvena organizacija (WHO, 2024) u smjernici o fiskalnim politikama za promicanje zdrave prehrane preporučuje uvođenje poreza na zaslađena pića, naglašavajući da takve mjere smanjuju njihovu potrošnju i doprinose javnozdravstvenim ciljevima. Na razini Europske unije više od deset država članica do 2025. godine uvelo je porez na zaslađena pića - među njima Ujedinjeno Kraljevstvo, Francuska, Irska, Portugal i Nizozemska - čime su stvoreni snažni poticaji za reformulaciju proizvoda i smanjenje sadržaja šećera (Eurotax, 2025). Ovaj regulatorni okvir izravno utječe na poslovne strategije proizvođača bezalkoholnih pića, koji su primorani prilagoditi asortiman kako bi zadržali tržišni položaj i uskladili se s novim zahtjevima.

Kao odgovor na navedene trendove, proizvođači bezalkoholnih pića sve intenzivnije ulažu u modernizaciju proizvodnih kapaciteta, razvoj novih kategorija proizvoda i povećanje energetske učinkovitosti. Chen i suradnici (2022) ističu da strategije smanjenja šećera, koje uključuju direktno smanjenje šećera, primjenu alternativnih sladila i višeosjetilnu integraciju, zahtijevaju kontinuirana ulaganja u istraživanje, razvoj i modernizaciju procesa proizvodnje. U uvjetima ubrzanih regulatornih i tržišnih promjena sposobnost prilagodbe asortimana i proizvodnih kapaciteta postaje ključna konkurentska prednost.

U takvim uvjetima poduzeća su prisiljena kontinuirano prilagođavati svoje poslovne modele, proizvodni asortiman i strategije razvoja. Posljedično, investicijske odluke postaju složenije te zahtijevaju temeljitu analizu i donošenje odluka utemeljenih na pouzdanim financijskim pokazateljima, uz istodobno usklađivanje s dugoročnim strateškim ciljevima poduzeća. Istovremeno, one postaju ključan čimbenik dugoročnog razvoja i konkurentnosti poduzeća.

Sukladno navedenom, problem istraživanja u ovom radu odnosi se na procjenu financijske održivosti ulaganja, odnosno na utvrđivanje u kojoj mjeri investicijski projekt može generirati

dovoljne novčane tokove i ekonomske koristi za pokriće početnih ulaganja te uredno podmirenje preuzetih financijskih obveza.

Financijska održivost promatra se kao sposobnost projekta da osigura stabilne i dugoročno održive novčane tokove, uz očuvanje likvidnosti i prihvatljive razine zaduženosti. Drugim riječima, održiv investicijski projekt mora biti ne samo isplativ, već i financijski uravnotežen, pri čemu njegova realizacija ne smije dovesti do prekomjernog zaduživanja niti ugroziti stabilnost poslovanja poduzeća.

Cilj rada jest procijeniti financijsku održivost ulaganja u industriji bezalkoholnih pića, pri čemu se analiza temelji na studiji slučaja poduzeća koje se bavi proizvodnjom bezalkoholnih pića. Predmet istraživanja odnosi se na procjenu isplativosti investicije proizvodnog poduzeća specijaliziranog za proizvodnju bezalkoholnih pića, voćnih sirupa, nektara te gaziranih i negaziranih pića, koje posluje na domaćem i inozemnom tržištu te se tijekom posljednjih godina pozicioniralo kao značajan dobavljač trgovačkih lanaca.

Struktura rada prilagođena je postavljenim ciljevima istraživanja i sastoji se od šest međusobno povezanih cjelina. Uvodno poglavlje definira predmet i cilj istraživanja te kontekst promatrane industrije. Drugo poglavlje donosi teorijsku podlogu i pregled prethodnih istraživanja, u kojem se obrađuju ključni koncepti i okvir financijske analize i ocjene investicijskih projekata. Treće poglavlje predstavlja metodologiju rada, uključujući istraživački pristup, izvore podataka, metode analize i polazne pretpostavke financijskih projekcija. Četvrto poglavlje sadrži prikaz istraživanja i njegovih rezultata, odnosno detaljnu analizu planirane investicije u promatranom poduzeću, uključujući projekcije prihoda i troškova, novčanih tokova te izračun pokazatelja održivosti (NPV, IRR i razdoblje povrata). Peto poglavlje obuhvaća raspravu, u kojoj se interpretiraju dobiveni rezultati i razmatraju širi aspekti održivosti ulaganja u kontekstu teorijskih postavki, tržišnih kretanja i ESG čimbenika. Završno, šesto poglavlje donosi zaključke rada s ključnim spoznajama, ograničenjima istraživanja i preporukama za buduća istraživanja.

2. Teorijski okvir financijske analize i ocjene investicijskih projekata

U suvremenim uvjetima poslovanja, obilježenima dinamičnim tržišnim promjenama, povećanom konkurencijom i makroekonomskom neizvjesnošću, kvalitetna financijska analiza postaje nezaobilazan preduvjet informiranog i odgovornog odlučivanja. Financijsko odlučivanje o investicijskim projektima predstavlja jedan od najsloženijih i najodgovornijih aspekata upravljanja poduzećem. Svaka investicijska odluka izravno utječe na dugoročnu održivost, rast i konkurentnost poduzeća, budući da angažira značajna sredstva čiji povrat ovisi o nizu budućih, neizvjesnih okolnosti (Brealey, Myers i Marcus, 2001; Žager i sur., 2017).

Teorijski okvir vrednovanja investicija razvijao se kroz desetljeća, od jednostavnih računovodstvenih pristupa do sofisticiranih dinamičkih metoda koje uzimaju u obzir vremensku vrijednost novca, rizik i strukturu financiranja. Atrill (2020, str. 185) napominje kako procjena isplativosti ulaganja nikada ne smije biti mehanički postupak izračuna pojedinih pokazatelja, nego zahtijeva kritičku interpretaciju koja uvažava kontekst industrije, razinu tržišnog rizika i dugoročne ciljeve poduzeća. Takav pristup posebno je važan u industrijama koje karakterizira sezonalnost potražnje, volatilnost troškova sirovina i energenata te brze promjene potrošačkih preferencija.

Žager i suradnici (2017) naglašavaju kako je razumijevanje financijskih koncepata, uključujući analizu financijskih izvještaja, procjenu likvidnosti, zaduženosti i profitabilnosti, ključno za donošenje informiranih poslovnih odluka. Berk i DeMarzo (2022) pružaju sveobuhvatan teorijski i metodološki okvir za analizu investicija u uvjetima povećane tržišne neizvjesnosti, s posebnim naglaskom na strukturu financiranja i vrednovanje investicijskih projekata u kapitalno intenzivnim industrijama.

U ovom poglavlju izlažu se teorijske osnove koje čine analitički temelj za analizu investicijskog projekta u industriji bezalkoholnih pića. Poglavlje obuhvaća financijske pokazatelje relevantne za procjenu investicija, metode ocjene isplativosti, strukturu financiranja i trošak kapitala, metode upravljanja rizicima investicijskih projekata, specifičnosti ulaganja u industriji bezalkoholnih pića te ulogu ESG kriterija u suvremenom investicijskom odlučivanju.

2.1. Financijski pokazatelji u procjeni financijske održivosti investicija

Financijski pokazatelji predstavljaju temeljni analitički alat za procjenu financijskog stanja poduzeća prije i nakon provedbe investicije. Žager i suradnici (2017, str. 43) definiraju financijske pokazatelje kao relativne veličine koje se izračunavaju na temelju podataka iz financijskih izvještaja te služe za procjenu financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća. Kao kvantitativne mjere, oni čine osnovu za donošenje objektivnih i usporedivih poslovnih odluka, kako na razini samog poduzeća, tako i na razini financijskih institucija koje ocjenjuju opravdanost kreditnog financiranja (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 134-135; Žager i sur., 2017).

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 135) klasificiraju financijske pokazatelje u četiri temeljne kategorije: pokazatelje zaduženosti, pokazatelje likvidnosti, pokazatelje efikasnosti te pokazatelje profitabilnosti. Atrill (2020: 109–132) naglašava kako financijski pokazatelji imaju posebnu važnost u uvjetima kreditnog financiranja, pri čemu financijske institucije sustavno analiziraju više skupina pokazatelja, među kojima se ističu:

- pokazatelji likvidnosti (tekući i ubrzani omjer), koji služe za procjenu kratkoročne sposobnosti podmirenja obveza;
- pokazatelji zaduženosti, kojima se ocjenjuje razina financijske poluge i opterećenost poduzeća dugom;
- pokazatelji profitabilnosti, koji ukazuju na sposobnost generiranja dobiti;
- novčani tokovi i pokazatelji pokrića duga (engl. *Debt Service Coverage Ratio*, DSCR), koji omogućuju procjenu sposobnosti urednog financiranja kreditnih obveza;
- analiza osjetljivosti projekcija na ključne varijable kao što su promjene cijena sirovina, kamatnih stopa i troškova energije.

Osim u bankarskom sektoru, važnost financijskih pokazatelja sve više prepoznaju i srednja te velika poduzeća, koja ih koriste kao ključni alat strateškog upravljanja. Analizom financijskih pokazatelja poduzeća procjenjuju vlastitu sposobnost financiranja investicijskih projekata, određuju optimalnu strukturu kapitala, analiziraju razinu izloženosti rizicima te planiraju buduća ulaganja i razvoj proizvodnih kapaciteta (Žager i sur., 2017). Na taj način financijski pokazatelji ne služe samo kao instrument kontrole poslovanja, već i kao temelj za donošenje strateških odluka o smjeru razvoja poduzeća.

2.1.1. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti mjere sposobnost poduzeća da pravovremeno podmiri kratkoročne obveze te imaju ključnu ulogu u procjeni financijske stabilnosti poslovanja. Žager i suradnici (2017, str. 43) navode kao najučestalije koeficijent tekuće likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti, koeficijent trenutne likvidnosti i koeficijent financijske stabilnosti. Njihova važnost posebno dolazi do izražaja u kontekstu investicijskih odluka, budući da osiguravaju da realizacija ulaganja ne dovede do narušavanja tekuće likvidnosti i normalnog odvijanja poslovnih aktivnosti.

Analiza likvidnosti temelji se na više komplementarnih pokazatelja koji se međusobno nadopunjuju i pružaju sveobuhvatnu sliku kratkoročne financijske stabilnosti. U literaturi se razlikuju tri razine analize: opća likvidnost koja obuhvaća odnos cjelokupne kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza, ubrzana likvidnost koja isključuje zalihe kao manje likvidan dio imovine, te koeficijent trenutne likvidnosti koji odražava raspoloživost novca i novčanih ekvivalenata (Žager i sur., 2017; Atrill, 2020). U investicijskom kontekstu, simultano praćenje navedenih pokazatelja omogućuje rano prepoznavanje pritiska na likvidnost koji mogu nastati tijekom faze većih kapitalnih izdataka, čime se postiže pravovremena prilagodba financijske strukture i osigurava kontinuitet poslovnih operacija.

U nastavku se analiziraju najvažniji pokazatelji likvidnosti na koje poseban naglasak stavljaju investitori i menadžment pri donošenju poslovnih i investicijskih odluka.

Tekuća likvidnost (engl. *Current Ratio*) predstavlja odnos kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza te pokazuje u kojoj mjeri poduzeće raspolaže imovinom koja se može relativno brzo pretvoriti u novac za podmirenje dospjelih obveza (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 140; Žager i sur., 2017, str. 43):

$$\text{Tekuća likvidnost (CR)} = \frac{\text{Kratkotrajna imovina}}{\text{Kratkoročne obveze}}$$

Vrijednost pokazatelja veća od 1 ukazuje na to da poduzeće raspolaže dovoljnom razinom obrtno imovine za pokriće kratkoročnih obveza. U bankarskoj praksi poželjne vrijednosti kreću se u rasponu od 1,2 do 1,5, osobito kod investicijskih projekata s većim stupnjem rizika. Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 141-142) upozoravaju da se ovaj pokazatelj ne smije promatrati izolirano, već uvijek u kombinaciji s ostalim financijskim pokazateljima i u kontekstu konkretne industrije. Previsoke vrijednosti tekuće likvidnosti mogu upućivati na

neučinkovito korištenje obrtno imovine, dok preniske vrijednosti ukazuju na potencijalne poteškoće u podmirenju kratkoročnih obveza (Žager i sur., 2017, str. 44).

Ubrzana likvidnost (engl. *Quick Ratio*) konzervativniji je pokazatelj likvidnosti jer iz računa isključuje zalihe, koje ne predstavljaju lako utrživ oblik imovine (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 141; Žager i sur., 2017, str. 44):

$$\text{Ubrzana likvidnost} = \frac{\text{Kratkotrajna imovina} - \text{Zalihe}}{\text{Kratkoročne obveze}}$$

Ovaj pokazatelj daje realniji uvid u sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze korištenjem najlikvidnijih oblika imovine. Posebno je važan u industrijama koje karakterizira sezonalnost potražnje i veća volatilnost zaliha, kao što je industrija bezalkoholnih pića analizirana u ovom radu. U takvim uvjetima, ubrzana likvidnost predstavlja pouzdaniji indikator kratkoročne financijske stabilnosti poduzeća jer eliminira utjecaj zaliha čija unovčivost može biti neizvjesna i vremenski nepredvidiva (Berk i DeMarzo, 2022).

Koeficijent trenutne likvidnosti (engl. *Cash Ratio*) najkonzervativnija je mjera likvidnosti koja u odnos s kratkoročnim obvezama stavlja isključivo gotovinu i utržive vrijednosne papire (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 141; Žager i sur., 2017, str. 45):

$$\text{Koeficijent trenutne likvidnosti} = \frac{\text{Gotovina} + \text{Utrživi vrijednosni papiri}}{\text{Kratkoročne obveze}}$$

Ovaj pokazatelj koristan je kao krajnja mjera sposobnosti poduzeća da podmiri svoje najhitnije obveze, no u praksi se rijetko očekuju visoke vrijednosti jer bi to upućivalo na neoptimalno upravljanje gotovinom. U kontekstu investicijskih projekata, analiza sva tri pokazatelja likvidnosti omogućuje cjelovit uvid u kratkoročnu financijsku stabilnost poduzeća koje ulazi u investicijski ciklus.

2.1.2. Pokazatelji zaduženosti

Prema Žageru i suradnicima (2017, str. 48), pokazatelji zaduženosti služe za procjenu strukture izvora financiranja poduzeća te prikazuju koliki je udio imovine financiran vlastitim, a koliki tuđim kapitalom. Ovi pokazatelji omogućuju analizu financijske stabilnosti i razine rizika poslovanja, budući da veći udio tuđeg kapitala povećava izloženost poduzeća financijskim

obvezama i kamatnim troškovima, što može negativno utjecati na likvidnost, solventnost i ukupnu stabilnost poslovanja.

Omjer duga i kapitala (engl. *Debt-to-Equity Ratio*) definira se kao odnos ukupnog duga i vlastitog kapitala te služi za procjenu u kojoj se mjeri poduzeće oslanja na tuđe izvore financiranja (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 136; Žager i sur., 2017, str. 48):

$$\text{Omjer duga i kapitala} = \frac{\text{Ukupan dug}}{\text{Vlastiti kapital}}$$

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 153) navode kako rejting agencije intenzivno prate razinu zaduženosti pri ocjeni kreditnog rejtinga, pri čemu visoko zadužena poduzeća dobivaju niže kreditne rejtinge, što im izravno povećava troškove zaduživanja. U pogledu interpretacije vrijednosti, omjer manji od 1 ukazuje na konzervativnu strukturu kapitala s nižim rizikom insolventnosti, omjer između 0,5 i 1,5 ukazuje na optimalnu razinu zaduženosti, dok omjer veći od 2 ukazuje na visok financijski rizik i značajnu ovisnost o tuđim izvorima financiranja (Berk i DeMarzo, 2022).

U bankarskom sektoru omjer duga i kapitala predstavlja jedan od ključnih pokazatelja pri procjeni kreditne sposobnosti poduzeća. U skladu s regulatornim zahtjevima Basel III okvira (Basel Committee on Banking Supervision, 2011), financijske institucije posebnu pažnju posvećuju razini zaduženosti, stabilnosti operativne dobiti i sposobnosti generiranja novčanih tokova potrebnih za uredno servisiranje duga. Veća razina zaduženosti izravno povećava regulatorne kapitalne zahtjeve banke te može rezultirati strožim uvjetima financiranja i višim kamatnim stopama.

Koeficijent ukupne zaduženosti (engl. *Debt Ratio*) prikazuje koliki je udio ukupne imovine financiran dugom (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 136; Žager i sur., 2017, str. 49):

$$\text{Koeficijent ukupne zaduženosti} = \frac{\text{Ukupni dug}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Što je vrijednost koeficijenta viša, to je veća ovisnost poduzeća o vanjskim izvorima financiranja i izraženiji rizik za vjerovnike. Nasuprot tome, niže vrijednosti upućuju na stabilniju kapitalnu strukturu i veću otpornost na nepovoljne tržišne uvjete (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 138). Atrill (2020, str. 113) napominje kako razina zaduženosti koja se smatra prihvatljivom ovisi o kontekstu industrije i stabilnosti novčanih tokova; poduzeća sa

stabilnijim prihodima mogu održavati višu razinu zaduženosti bez ugrožavanja financijske stabilnosti.

2.1.3. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti omogućuju ocjenu u kojoj mjeri poduzeće učinkovito koristi raspoložive resurse da generira dobit. Oni su temeljni u procjeni investicijske opravdanosti, jer samo projekti koji unapređuju profitabilnost i stvaraju višak vrijednosti doprinose dugoročnom rastu poduzeća (Damodaran, 2012; Žager i sur., 2017, str. 52).

EBITDA (engl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) predstavlja pokazatelj operativne dobiti prije kamata, poreza i amortizacije. Time neutralizira učinke financijske strukture i računovodstvenih politika amortizacije, pružajući jasniji uvid u operativnu snagu poduzeća. Ovaj pokazatelj koriste analitičari i banke pri ocjeni kreditne sposobnosti i profitabilnosti (Žager i sur., 2017). EBITDA se može izračunati na više načina, a najuobičajeniji su:

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Amortizacija}$$

$$\text{EBITDA} = \text{Neto dobit} + \text{Porez} + \text{Kamatni trošak} + \text{Amortizacija}$$

EBITDA služi za procjenu operativne efikasnosti poduzeća bez utjecaja strukture kapitala i poreza, za usporedbu poduzeća unutar iste industrije čak i ako imaju različitu kapitalnu strukturu, za procjenu kreditne sposobnosti kao baza za izračun pokazatelja servisiranja duga te za ocjenu održivosti investicija jer ukazuje može li poduzeće generirati dovoljno operativne dobiti da servisira dug i reinvestira.

EBITDA marža pokazuje koliki udio prihoda ostaje nakon operativnih troškova, a prije kamata, poreza i amortizacije. Visoka EBITDA marža signalizira da poduzeće dobro kontrolira troškove i generira snažnu operativnu dobit, što je naročito važno kod kapitalno intenzivnih industrija (Atrill, 2020, str. 125):

$$\text{EBITDA marža} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Prihod}} \times 100$$

U kontekstu industrije bezalkoholnih pića, Damodaran (2026) navodi kako prosječna EBITDA marža u segmentu bezalkoholnih pića na globalnoj razini iznosi oko 22,8 %. Niže vrijednosti marže, primjerice oko 9 %, tipične su za privatne proizvođače koji ne raspolažu snagom robnih marki globalnih kompanija, ali nude fleksibilnost i prilagodljivost kao ključnu vrijednost kupcima u sustavu trgovačkih lanaca.

Pokazatelj pokrića duga DSCR (engl. *Debt Service Coverage Ratio*) mjeri sposobnost poduzeća da iz operativnih novčanih tokova pokrije godišnje obveze, uključujući kamate i otplatu glavnice (Brealey, Myers i Allen, 2020; Žager i sur., 2017):

$$DSCR = \frac{EBITDA}{\text{Kamatni trošak} + \text{Godišnja otplata glavnice}}$$

U bankarskoj praksi, DSCR veći od 1,25 do 1,5 smatra se prihvatljivim ili stabilnim za kreditiranje, dok vrijednosti ispod 1,0 upozoravaju na nemogućnost servisiranja duga i visoki rizik. Banke često postavljaju minimalni DSCR u kreditnim ugovorima kao ključni uvjet za odobravanje kredita, a na godišnjim revizijama klijenta prati se ispunjenje definiranog uvjeta. Niska vrijednost DSCR-a može rezultirati zahtjevom za dodatnim kolateralom, povećanjem kamatne stope ili, u krajnjem slučaju, prijevremenim raskidom kreditnog ugovora.

Neto dug (engl. *Net Debt/EBITDA*) odnosi se na odnos neto financijskog duga (ukupni dug umanjen za novac i novčane ekvivalente) i EBITDA-e te pokazuje koliko bi godina EBITDA-e trebalo da se hipotetski otplati neto dug (Berk i DeMarzo, 2022):

$$\frac{\text{Neto dug}}{EBITDA} = \frac{\text{Ukupan dug} - \text{Novac i ekvivalenti}}{EBITDA}$$

Prema bankarskoj praksi i analitičkim standardima, vrijednosti ispod 3,0 ukazuju na nisku razinu rizika, vrijednosti između 3,0 i 4,5 na povišen rizik, dok vrijednosti iznad 4,5 signaliziraju visoku zaduženost i otežano kreditiranje.

Povrat na imovinu (engl. *Return on Assets, ROA*) mjeri koliko učinkovito poduzeće koristi ukupne resurse za generiranje dobiti. To je integrirani pokazatelj operativne i financijske uspješnosti (Žager i sur., 2017, str. 52-54; Atrill, 2020, str. 109-132):

$$ROA = \frac{\text{Neto dobit} / \text{Ukupna imovina}}{\text{Ukupna imovina}} \times 100$$

Povrat na kapital (engl. *Return on Equity, ROE*) pokazuje koliki povrat generiraju vlasnici kapitala u poduzeću. Visok ROE indicira učinkovitost u stvaranju vrijednosti za vlasnike.

$$ROE = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Vlastiti kapital}} \times 100$$

Važno je imati na umu da visoki pokazatelji ROE-a mogu biti posljedica visoke financijske poluge, što povećava rizik (Brealey, Myers i Marcus, 2001; Žager i sur., 2017, str. 53).

2.2. Metode ocjene isplativosti investicija

Za objektivnu procjenu isplativosti investicijskog ulaganja primjenjuju se metode vrednovanja koje se razlikuju po složenosti i teorijskoj utemeljenosti. Atrill (2020, str. 150) identificira četiri temeljne metode: računovodstvenu stopu povrata (engl. *Accounting Rate of Return, ARR*), metodu razdoblja povrata (engl. *Payback Period, PP*), neto sadašnju vrijednost (engl. *Net Present Value, NPV*) te internu stopu rentabilnosti (engl. *Internal Rate of Return, IRR*). Prve dvije metode ne uzimaju u obzir vremensku vrijednost novca, dok potonje dvije primjenjuju tehniku diskontiranja novčanih tokova i stoga se smatraju superiornijim analitičkim alatima (Berk i DeMarzo, 2022).

Ključna teorijska pretpostavka dinamičkih metoda jest koncept vremenske vrijednosti novca: novčana jedinica raspoloživa danas vrijednija je od iste novčane jedinice u budućnosti, jer dostupni novac može biti odmah uložen i ostvariti prinos. Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 40-41) formaliziraju ovaj koncept izrazom za sadašnju vrijednost (PV) budućeg novčanog toka C koji nastaje za t perioda uz diskontnu stopu r:

$$PV = \frac{C}{(1+r)^t}$$

Jednako je važno, kako ističu Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 379-380), da se pri vrednovanju projekta trebaju diskontirati novčani tokovi, a ne računovodstvena dobit, budući da financijski izvještaji ne odražavaju nužno stvarne novčane priljeve i odljeve u trenutku njihova nastanka.

2.2.1. Računovodstvena stopa povrata

Računovodstvena stopa povrata izražava prosječnu godišnju poslovnu dobit od projekta kao postotak prosječno uložених sredstava (Atrill, 2020, str. 151-152):

$$ARR = \frac{\text{Prosječna godišnja poslovna dobit}}{\text{Prosječno ulaganje}} \times 100$$

Unatoč jednostavnosti primjene, ARR metoda opterećena je nizom nedostataka: temelji se na računovodstvenoj dobiti umjesto na novčanim tokovima, ne uzima u obzir vremensku vrijednost novca, a ciljana stopa povrata je subjektivna veličina. Atrill (2020, str. 154-155)

zaključuje kako je ARR metoda inferiorna u odnosu na NPV, no u praksi se još uvijek koristi kao dopunski indikator, osobito u manjim poduzećima koja nemaju resurse za složenije analize.

2.2.2. Metoda razdoblja povrata

Metoda razdoblja povrata (PP) mjeri vremensko razdoblje potrebno da kumulativni neto novčani priljevi u potpunosti nadoknade početno ulaganje. Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 353) ističu kako je intuitivni smisao ove metode razumljiv i komunikativan, pružajući praktičan uvid u likvidnosni aspekt ulaganja i rizik vezan uz vremenski horizont projekta.

Temeljni nedostatak PP metode jest što zanemaruje sve novčane tokove koji nastaju nakon roka povrata te ne diskontira novčane tokove. Atrill (2020, str. 159) zaključuje da je PP inferiorna metoda u usporedbi s NPV-om, ali da nudi vrijedan dopunski uvid u likvidnosni aspekt investicije koji NPV sam po sebi ne pruža izravno. Upravo stoga se u praksi investicijskog i bankarskog financiranja razdoblje povrata često koristi kao komplementarni kriterij uz NPV i IRR, osobito kao mjera likvidnosnog rizika: kraće razdoblje povrata ukazuje na brži povrat uložених sredstava i manju izloženost neizvjesnosti (Berk i DeMarzo, 2022).

2.2.3. Neto sadašnja vrijednost (NPV)

Metoda neto sadašnje vrijednosti smatra se teorijski najispravnijim pristupom ocjeni isplativosti investicija. NPV projekta definira se kao razlika između sadašnje vrijednosti svih budućih neto novčanih priljeva i iznosa inicijalnog ulaganja (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 347-348):

$$NPV = \sum \left[\frac{CF_t}{(1+r)^t} \right] - C_0$$

gdje je CF_t neto novčani tok u periodu t , r je diskontna stopa (trošak kapitala), n je trajanje projekta, a C_0 je inicijalno ulaganje. Projekt se prihvaća ako je NPV pozitivna, a kod međusobno isključivih projekata prednost se daje onom s višom pozitivnom NPV.

Atrill (2020, str. 167-168) obrazlaže nadmoć NPV metode kroz tri ključna razloga: uzima u obzir vremenski raspored novčanih tokova, uzima u obzir sve relevantne novčane tokove projekta te je jedina metoda koja je izravno vezana uz cilj maksimizacije bogatstva dioničara. Pozitivna NPV neposredno povećava vrijednost poduzeća, što čini ovu metodu standardom u investicijskom odlučivanju i u akademskoj i u poslovnoj praksi.

Važno je istaknuti kako kvaliteta NPV analize u potpunosti ovisi o kvaliteti ulaznih podataka, posebice projekcija novčanih tokova i odabira diskontne stope. Ross, Westerfield i Jordan (2019) napominju kako je u praksi procjena budućih novčanih tokova najneizvjesniji element investicijske analize, te naglašavaju potrebu za konzervativnim pristupom projekcijama, osobito u industriji s izraženom volatilnošću troškova i prihodovnom neizvjesnošću.

2.2.4. Interna stopa rentabilnosti

Interna stopa rentabilnosti (IRR) definira se kao diskontna stopa pri kojoj NPV projekta iznosi točno nula, tj. pri kojoj je sadašnja vrijednost priljeva jednaka sadašnjoj vrijednosti odljeva (Atrill, 2020, str. 168):

$$0 = \sum \left[\frac{CF_t}{(1+IRR)^t} \right] - C_0$$

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 350-351) naglašavaju ekvivalentnost pravila NPV i pravila IRR u standardnim uvjetima: ako je diskontna stopa niža od IRR, projekt ima pozitivnu NPV i treba ga prihvatiti, i obrnuto. Atrill (2020, str. 169-172) upozorava na ograničenja IRR metode: ne mjeri izravno apsolutni doprinos projekta vrijednosti poduzeća, kod međusobno isključivih projekata različite veličine može davati signal suprotan NPV metodi, a pri nekonvencionalnim novčanim tokovima mogu nastati višestruke vrijednosti IRR-a. Stoga se u financijskoj praksi IRR najčešće primjenjuje kao komplementarni pokazatelj uz NPV, pri čemu se odluka o prihvaćanju ili odbijanju projekta u slučaju proturječnih signala donosi na temelju NPV kriterija (Bestvina Bukvić, Pekanov i Oberman, 2022).

2.3. Procjena novčanih tokova investicijskog projekta

Ispravna procjena novčanih tokova predstavlja najkritičniji element investicijske analize. Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 379-380) naglašavaju kako se pri vrednovanju projekta trebaju diskontirati novčani tokovi, a ne računovodstvena dobit, budući da financijski izvještaji ne odražavaju nužno stvarne novčane priljeve i odljeve u trenutku njihova nastanka. Ova distinkcija od presudne je važnosti jer projekt može istovremeno iskazivati računovodstvenu dobit i negativan novčani tok, ili obratno, što može dovesti do pogrešnih investicijskih odluka ako se analiza temelji isključivo na računovodstvenim kategorijama.

2.3.1. Struktura novčanih tokova projekta

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 387) navode kako je pri procjeni ukupnih novčanih tokova investicijskog projekta nužno razlikovati tri sastavne komponente: ulaganje u dugotrajnu imovinu (postrojenja i opremu), ulaganje u obrtni kapital te novčane tokove iz poslovnih aktivnosti (Žager i sur., 2017). Ukupni novčani tok projekta stoga je:

$$\text{Ukupni novčani tok} = CF \text{ iz investicija} + CF \text{ iz promjena obrtnog kapitala} + CF \text{ iz poslovanja}$$

Novčani tok iz poslovanja može se izvesti iz podataka računa dobiti i gubitka, no potrebno je izvršiti prilagodbe za nenovčane stavke. Najčešće korišten pristup polazi od EBITDA pokazatelja kao aproksimacije operativnog novčanog toka, budući da amortizacija, premda predstavlja računovodstveni trošak, ne generira stvarni novčani odljev. Operativni novčani tok tada se izračunava kao EBITDA umanjena za porez na dobit:

$$\text{Operativni novčani tok} = \text{EBITDA} - \text{Porez na dobit}$$

Takav pristup eliminira utjecaj financijske strukture i računovodstvenih politika amortizacije te pruža čišću sliku sposobnosti projekta za generiranje novca (Atrill, 2020, str. 185-190). Alternativno, operativni novčani tok može se izvesti polazeći od neto dobiti kojoj se dodaje amortizacija i drugi nenovčani troškovi. Oba pristupa, ispravno primijenjena, daju jednake rezultate.

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 386-387) posebno naglašavaju načelo razdvajanja investicijske i financijske odluke: pri izračunu novčanih tokova projekta ignorira se način financiranja. To znači da se kamate, otplate glavnice i priljevi od zaduživanja ne uključuju u novčane tokove projekta, već se projekt vrednuje kao da je u cijelosti financiran vlastitim kapitalom. Učinak financiranja obuhvaća se diskontnom stopom (WACC-om), a ne korekcijom novčanih tokova.

2.3.2. Inkrementalni pristup nasuprot pristupu ukupnog poduzeća

U financijskoj teoriji standardni pristup vrednovanju investicija temelji se na inkrementalnim novčanim tokovima, odnosno na razlici između novčanih tokova poduzeća s projektom i bez njega (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 379). Pritom je ključno uključiti sve indirektnu učinke projekta na postojeće poslovanje, uključujući supstituciju postojećih proizvoda,

sinergije s drugim poslovnim segmentima i učinke na obrtni kapital. Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 380) ističu kako je jedino pravilo koje vrijedi pri identifikaciji inkrementalnih novčanih tokova usporedba situacije „s projektom“ i „bez projekta“, a ne usporedba „prije projekta“ i „poslije projekta“, jer se potonja pogrešno pripisuje projektu promjene koje bi se dogodile neovisno o njemu.

Međutim, u praksi, osobito kod poduzeća u kojima investicija značajno mijenja opseg i strukturu poslovanja, često se primjenjuje pristup ukupnog poduzeća. Ovaj pristup polazi od ukupnih novčanih tokova poduzeća nakon realizacije investicije, što omogućuje realniju procjenu financijske održivosti, budući da investicija ne djeluje izolirano, već je integrirana u postojeći poslovni sustav. Pristup ukupnog poduzeća posebno je relevantan kada investicija ne generira jasno odvojive prihode, već poboljšava ukupnu operativnu učinkovitost, smanjuje jedinične troškove ili omogućuje iskorištavanje ekonomije obujma. U takvim okolnostima izoliranje inkrementalnih učinaka može biti metodološki zahtjevno i podložno subjektivnim procjenama (Berk i DeMarzo, 2022).

2.3.3. Tretman obrtnog kapitala i amortizacije

Brealey, Myers i Marcus (2001, str. 384) posebno upozoravaju na tri najčešće pogreške u tretmanu obrtnog kapitala: potpuno zanemarivanje obrtnog kapitala, zanemarivanje činjenice da se obrtni kapital mijenja tijekom trajanja projekta te zanemarivanje činjenice da se obrtni kapital vraća po završetku projekta, što generira pozitivan novčani tok. U industrijama s izraženom sezonalnošću potražnje, poput industrije bezalkoholnih pića, promjene u obrtnom kapitalu mogu biti značajne i neravnomjerno raspoređene tijekom godine, što zahtijeva posebnu pažnju pri izradi financijskih projekcija (Žager i sur., 2017).

Ciklus obrtnog kapitala u industriji bezalkoholnih pića obilježen je povećanom potrebom za zalihama sirovina i gotovih proizvoda u ljetnim mjesecima, kada je potražnja na vrhuncu, te porastom potraživanja od kupaca u trgovačkim lancima koji često imaju produžene rokove plaćanja. Ove sezonske oscilacije moraju se uzeti u obzir pri izradi mjesečnih ili kvartalnih projekcija novčanih tokova, jer godišnji prosjeci mogu prikriti kratkoročne likvidnosne poteškoće.

Amortizacija zauzima posebno mjesto u analizi novčanih tokova. Premda amortizacija umanjuje računovodstvenu dobit i poreznu osnovicu, ona ne predstavlja novčani odljev. Stoga se u izračunu novčanih tokova projekta amortizacija dodaje natrag na neto dobit ili se,

alternativno, polazi od EBITDA koja je već očišćena od utjecaja amortizacije (Atrill, 2020, str. 186; Žager i sur., 2017). Važno je međutim naglasiti kako amortizacija ima neizravan utjecaj na novčane tokove kroz porezni štit: viša amortizacija smanjuje poreznu osnovicu i time povećava neto novčani tok za iznos uštedenog poreza (Brealey, Myers i Marcus, 2001).

2.4. Trošak kapitala, struktura financiranja i uloga bespovratnih sredstava

Analiza novčanih tokova prikazana u prethodnom poglavlju omogućuje uvid u opseg i vremensku raspodjelu financijskih učinaka koje investicijski projekt ostvaruje tijekom svog vijeka trajanja. Sami novčani tokovi, međutim, ne pružaju cjelovitu osnovu za donošenje investicijske odluke jer njihovu vrijednost treba sagledati u svjetlu vremenske vrijednosti novca i pripadajuće razine rizika. Upravo zato u procjeni se primjenjuje postupak diskontiranja, čija je središnja varijabla trošak kapitala - pokazatelj koji odražava minimalni povrat što ga projekt mora generirati kako bi se opravdali alternativni troškovi angažiranih izvora financiranja (Brealey, Myers i Allen, 2020).

S teorijskog stajališta, trošak kapitala izravno proizlazi iz strukture financiranja poduzeća. Svaki pojedinačni izvor - vlastiti kapital, dug, a u određenim okolnostima i bespovratna sredstva - nosi vlastitu cijenu i specifičan rizični profil. Njihovim se kombiniranjem u danim proporcijama izračunava ponderirani prosječni trošak kapitala (engl. *Weighted Average Cost of Capital*, WACC), koji se u praksi koristi kao referentna diskontna stopa pri procjeni dinamičke isplativosti investicijskih projekata (Berk i DeMarzo, 2022). Adekvatno definirana diskontna stopa ima ključnu ulogu u izračunu neto sadašnje vrijednosti i drugih dinamičkih pokazatelja, budući da i manje varijacije u njezinoj visini mogu bitno utjecati na zaključke o financijskoj opravdanosti projekta (Atrill, 2020, str. 198).

U analiziranom slučaju struktura financiranja oblikovana je kombinacijom bespovratnih sredstava iz fondova Europske unije i dugoročnog bankovnog kredita, dok se u skladu s pravilima javnih natječaja vlastiti udio poduzetnika u dijelu prihvatljivih troškova podmiruje iz EU bespovratne potpore. Specifičnost ovakve strukture proizlazi iz toga što bespovratna sredstva ne stvaraju obvezu povrata niti generiraju trošak financiranja u uobičajenom smislu, čime se bitno razlikuju od ostalih izvora financiranja i imaju izravan učinak na efektivni trošak kapitala projekta. S obzirom na navedene specifičnosti, sveobuhvatna procjena financijske održivosti zahtijeva razumijevanje triju ključnih sastavnica: teorijskih osnova izračuna troška kapitala primjenom WACC modela, teorijskih pristupa pitanju optimalne strukture kapitala te

metodoloških implikacija uključivanja bespovratnih sredstava u financijsku analizu, što se razrađuje u potpoglavljima koja slijede.

2.4.1. Ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)

Ponderirani prosječni trošak kapitala kombinira trošak vlastitog kapitala i trošak duga uzimajući u obzir njihove udjele u financijskoj strukturi poduzeća, uz uvažavanje poreznog štita koji nastaje odbitkom kamata (Brealey, Myers i Marcus, 2001, str. 437-438):

$$WACC = \left(\frac{E}{E+D} \right) \times rE + \left(\frac{D}{E+D} \right) \times rD \times (1-T)$$

gdje E označava tržišnu vrijednost vlastitog kapitala, D tržišnu vrijednost duga, rE trošak vlastitog kapitala, rD trošak duga, a T poreznu stopu. Atrill (2020, str. 376) obrazlaže kako primjena WACC-a kao diskontne stope osigurava konzistentnost investicijskih odluka neovisno o konkretnom izvoru financiranja pojedinog projekta. Odabir ispravne diskontne stope iznimno je važan jer izravno utječe na NPV; viša stopa smanjuje sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova, dok niža stopa povećava procijenjenu vrijednost projekta.

Procjena troška vlastitog kapitala (rE) u akademskoj i poslovnoj praksi konvencionalno se temelji na primjeni modela vrednovanja kapitalne imovine (engl. *Capital Asset Pricing Model*, CAPM), prema kojemu se očekivani povrat na vlastiti kapital izvodi kao zbroj nerizične stope povrata i premije za sustavni rizik ponderirane betom konkretnog poduzeća. Beta-koeficijent funkcionira kao mjera sustavnog rizika i izražava elastičnost povrata pojedinog poduzeća u odnosu na fluktuacije tržišnog portfelja (Brealey, Myers i Allen, 2020). Empirijska je činjenica da bete u industriji bezalkoholnih pića tipično poprimaju vrijednosti ispod tržišnog prosjeka, što se može pripisati relativnoj neelastičnosti potražnje za prehrambenim proizvodima i pićima tijekom različitih faza gospodarskog ciklusa. Sektorske bete koje izvodi Damodaran (2026) potvrđuju da segment bezalkoholnih pića karakterizira reducirana izloženost sustavnom riziku u usporedbi s industrijama izraženijeg cikličkog karaktera.

Trošak duga (rD) operacionalizira se polazeći od efektivne kamatne stope koju poduzeće snosi na postojeća i nova kreditna zaduženja, uz korekciju za učinak poreznog štita kamata. Budući da kamate predstavljaju porezno priznat rashod, stvarno opterećenje duga za poduzeće sustavno je niže od nominalne kamatne stope za iznos porezne uštede, što se u WACC formuli

formalizira množenjem s faktorom $(1-T)$. Inkorporiranje poreznog štita predstavlja metodološki nezaobilazan element, budući da izravno determinira pomak optimalne strukture kapitala prema većem udjelu duga u odnosu na referentni Modigliani-Millerov model u okruženju bez poreza (Brealey, Myers i Marcus, 2001). Kao alternativna empirijska aproksimacija troška duga, u praksi se nerijetko koristi i prinos na obveznice usporedivih poduzeća sličnog kreditnog rejtinga, uz odgovarajuće prilagodbe specifičnim uvjetima financiranja konkretnog poduzeća.

Ponderi vlastitog kapitala i duga u WACC formuli derivirani su iz ciljne, a ne iz trenutne strukture kapitala poduzeća. Berk i DeMarzo (2022) argumentiraju da se primjenom ciljnih udjela osigurava konzistentnost diskontne stope s dugoročnom strategijom financiranja, čime se neutralizira utjecaj kratkoročnih odstupanja proizašlih iz investicijskih ciklusa, financijskih restrukturiranja ili tržišnih oscilacija u vrednovanju kapitala. Metodološka ispravnost dodatno zahtijeva korištenje tržišnih, a ne knjigovodstvenih vrijednosti kapitala, budući da tržišne vrijednosti reprezentativnije odražavaju trenutnu cijenu kapitala iz perspektive investitora.

Primjena WACC-a u investicijskoj analizi povezana je s nizom metodoloških ograničenja koja je u procesu donošenja investicijskih odluka potrebno uzeti u obzir. Atrill (2020, str. 378) upozorava da WACC izračunat na razini poduzeća predstavlja prikladnu diskontnu stopu za vrednovanje pojedinačnih projekata samo pod uvjetom da ti projekti imaju rizični profil sličan prosječnom riziku poduzeća. U slučajevima kada projekti pokazuju znatna odstupanja u rizičnoj strukturi, primjerice prilikom ekspanzije u novi proizvodni segment ili nepoznato geografsko tržište, metodološki je opravdana primjena prilagođene diskontne stope koja odražava karakteristike konkretnog projekta. U analiziranom slučaju investicija je usmjerena na modernizaciju postojećih proizvodnih kapaciteta u okviru djelatnosti kojom se poduzeće već dugoročno bavi, što opravdava primjenu poduzetničkog WACC-a kao reprezentativne diskontne stope.

Dodatnu metodološku specifičnost u kontekstu predmetnog istraživanja predstavlja struktura financiranja u kojoj se kombiniraju bespovratna sredstva iz fondova Europske unije s konvencionalnim kreditnim financiranjem. Budući da EU bespovratna sredstva ne stvaraju obvezu povrata niti pripadajući trošak kapitala, u WACC analizi tretiraju se kao dio vlastitih izvora financiranja. Posljedično, ukupni efektivni WACC investicijskog projekta smanjuje se, jer se dio kapitalnih troškova ne prenosi na bilancu poduzeća. Iz toga slijedi da projekti financirani uz potporu EU sredstava u pravilu pokazuju povoljniji odnos rizika i prinosa u

usporedbi s investicijama koje se financiraju isključivo iz komercijalnih izvora, što se izravno odražava u višim vrijednostima neto sadašnje vrijednosti i kraćim razdobljima povrata.

Iako tradicionalne teorije strukture kapitala raspravljaju o postojanju optimalnog omjera duga i vlastitog kapitala, dok suprotstavljeni modernistički pristup u uvjetima oporezivanja sugerira preferenciju duga zbog poreznog štita, a pecking order teorija upućuje na to da poduzeća slijede određeni redoslijed izbora izvora financiranja umjesto da teže fiksnoj ciljnoj strukturi (Atrill, 2020, str. 379-388), u kontekstu projekata sufinanciranih bespovratnim sredstvima EU struktura financiranja u znatnoj mjeri proizlazi iz vanjskih ograničenja - pravila natječaja, kreditnih uvjeta banke i raspoloživih vlastitih sredstava poduzeća. Empirijska rasprava o optimalnoj strukturi kapitala stoga izlazi iz okvira ovog rada, pri čemu se u nastavku analiza usmjerava na specifičnosti financiranja putem bespovratnih sredstava EU fondova.

2.4.2. Specifičnosti financiranja putem bespovratnih sredstava EU fondova

U kontekstu investicijskih projekata koji se sufinanciraju bespovratnim sredstvima iz fondova Europske unije, struktura financiranja poprima specifična obilježja koja utječu na procjenu financijske održivosti. Bespovratna sredstva ne predstavljaju obvezu povrata niti generiraju financijsko opterećenje u obliku kamata ili otplate glavnice, zbog čega se u financijskoj analizi tretiraju kao kvazi-vlastiti kapital (Berk i DeMarzo, 2022).

Uključivanje bespovratnih sredstava u strukturu financiranja ima višestruke pozitivne učinke na financijsku održivost projekta. Kao prvo, smanjuje se potreba za kreditnim zaduživanjem, čime se snižava ukupna razina financijske poluge i smanjuje izloženost poduzeća riziku promjene kamatnih stopa. Kao drugo, niži udio duga u financijskoj strukturi poboljšava pokazatelje zaduženosti i povećava kreditnu sposobnost poduzeća. Kao treće, smanjena obveza servisiranja duga oslobađa operativne novčane tokove za reinvestiranje i daljnji razvoj poslovanja.

S aspekta bankarskog financiranja, investicijski projekti koji uključuju bespovratna sredstva smatraju se manje rizičnima jer je manja ukupna izloženost kreditora. Posljedično, takvi projekti često mogu ostvariti povoljnije uvjete kreditiranja, uključujući niže kamatne stope i fleksibilnije uvjete otplate. Međutim, važno je napomenuti kako korištenje bespovratnih sredstava obično uključuje i određene obveze vezane uz održavanje investicije, zapošljavanje i izvještavanje, što može ograničiti operativnu fleksibilnost poduzeća u početnim godinama nakon realizacije investicije. Bestvina Bukvić, Basarac Sertić i Harc (2019) ističu kako je

analiza ekonomskog utjecaja javnih sredstava ključna za procjenu opravdanosti korištenja takvih izvora financiranja.

2.5. Analiza osjetljivosti i upravljanje rizicima investicijskih projekata

Sve metode vrednovanja investicija, uključujući NPV i IRR, temelje se na projekcijama budućih novčanih tokova koje su inherentno neizvjesne. U suvremenim uvjetima poslovanja, obilježenima makroekonomskom volatilnošću, geopolitičkim napetostima i promjenama u strukturi potražnje, procjena rizika investicije postaje jednako važna kao i procjena njezine isplativosti (International Monetary Fund, 2023). Stoga se dinamičke metode vrednovanja nužno nadopunjuju instrumentima upravljanja rizicima koji omogućuju procjenu otpornosti projekta na nepovoljne promjene ključnih varijabli.

2.5.1. Analiza osjetljivosti

Analiza osjetljivosti (engl. *sensitivity analysis*) predstavlja najrašireniju metodu procjene rizika investicijskih projekata. Atrill (2020, str. 211) definira analizu osjetljivosti kao postupak ispitivanja ključnih ulaznih vrijednosti kako bi se utvrdilo u kojoj mjeri promjene svake pojedine varijable utječu na očekivane rezultate projekta. Temeljna logika ove metode svodi se na postavljanje serije pitanja „što ako“. Primjerice, što ako su prihodi 10 % niži od očekivanih, ili što ako troškovi sirovina porastu za 15 %.

U kontekstu NPV analize, analiza osjetljivosti ispituje koliko se svaka ključna varijabla može promijeniti prije nego što NPV projekta postane negativna, čime se za svaku varijablu utvrđuje margina sigurnosti (Atrill, 2020, str. 211-213). Varijable s manjom marginom sigurnosti identificiraju se kao kritične i zahtijevaju posebnu pozornost u upravljanju projektom. Vizualni prikaz rezultata putem dijagrama osjetljivosti (engl. *sensitivity chart*) omogućuje menadžerima jasniji uvid u relativnu važnost pojedinih varijabli; što je strmiji nagib krivulje, to je varijabla osjetljivija na promjene (Atrill, 2020, str. 216).

Prednost analize osjetljivosti leži u njezinoj jednostavnosti, no metoda ima i značajna ograničenja. Ključno ograničenje jest da se analiziraju promjene samo jedne varijable u vremenu, uz pretpostavku da sve ostale varijable ostaju nepromijenjene (*ceteris paribus*). U stvarnosti, varijable su međusobno korelirane; primjerice, rast cijena energije često korelira s rastom cijena sirovina i transportnih troškova, što analiza osjetljivosti ne uzima u obzir (Atrill,

2020, str. 219). Unatoč ovom ograničenju, analiza osjetljivosti pruža vrijedan uvid u strukturu rizika projekta i omogućuje identifikaciju područja koja zahtijevaju pojačani nadzor.

2.5.2. Analiza scenarija

Analiza scenarija nadilazi ograničenja analize osjetljivosti jer omogućuje istodobnu promjenu više varijabli, čime se simuliraju dosljedni alternativni ishodi poslovanja. Tipično se razmatraju tri scenarija: optimistični, realni (bazni) i pesimistični, pri čemu svaki scenarij odražava konzistentnu kombinaciju pretpostavki o ključnim varijablama (Brealey, Myers i Marcus, 2001; Atrill, 2020, str. 219).

U industriji bezalkoholnih pića, scenarijska analiza osobito je korisna jer omogućuje procjenu utjecaja simultanih promjena cijena šećera, voćnih koncentrata, ambalaže i energije na ukupnu profitabilnost i novčane tokove projekta. Primjerice, pesimistični scenarij može uključivati istodobni rast cijena sirovina za 15 %, rast troškova energije za 20 % i pad prodajnih volumena za 10 %, dok bi optimistični scenarij mogao pretpostaviti ostvarenje ekonomije obujma, stabilizaciju cijena inputa i rast izvoznih prihoda.

U kontekstu geopolitičke neizvjesnosti, koja se od 2022. godine intenzivno odražava na europske lance opskrbe i energetska tržišta (International Energy Agency, 2022), analiza scenarija postaje nezaobilazan alat u investicijskom odlučivanju. Projekcije temeljene na jedinstvenom scenariju mogu biti nedostatne za pouzdanu procjenu financijske održivosti, osobito u sektorima izloženima višestrukim izvorima makroekonomskog rizika. Stoga se u suvremenoj praksi investicijskog i bankarskog financiranja sve češće zahtijeva izrada projekcija pod najmanje dva do tri scenarija, čime se investitorima i kreditorima omogućuje realnija procjena raspona mogućih ishoda (Ross, Westerfield i Jordan, 2019).

2.5.3. Stresno testiranje novčanih tokova

Stresno testiranje (engl. *stress testing*) predstavlja ekstremnu varijantu scenarijske analize u kojoj se ispituje otpornost projekta na izrazito nepovoljne, ali moguće okolnosti. Za razliku od standardne scenarijske analize koja razmatra realno moguće kombinacije varijabli, stresno testiranje ciljano ispituje granice izdržljivosti projekta; primjerice, koliki pad prihoda projekt može podnijeti, a da i dalje uredno servisira dug, ili koliki rast troškova dovodi do kritične razine likvidnosti (Brealey, Myers i Allen, 2020).

S aspekta financijskih institucija koje sudjeluju u financiranju investicijskih projekata, stresno testiranje predstavlja standardni dio kreditne analize. Primjena konzervativnih pretpostavki i osiguravanje adekvatnih sigurnosnih margina u projekcijama standardna je praksa u bankarskom financiranju, osobito u sektorima s izraženom sezonalnošću potražnje i volatilnošću troškova. Projekti koji demonstriraju sposobnost urednog financiranja duga i u stresnim uvjetima imaju znatno veće izgleda za odobrenje kreditnog financiranja i povoljnije uvjete zaduživanja.

2.6. ESG kriteriji i financijska održivost investicija

U suvremenom financijskom upravljanju klasični okvir ocjene isplativosti investicija postupno se nadopunjuje ESG kriterijima (engl. *Environmental, Social and Governance*). ESG okvir integrira okolišne, društvene i upravljačke čimbenike u proces procjene rizika i dugoročne vrijednosti investicijskog projekta, odražavajući rastuće zahtjeve investitora, regulatora i dionika za korporativnom odgovornošću i transparentnošću (Eccles, Ioannou i Serafeim, 2014).

2.6.1. Povezanost ESG kriterija i financijske uspješnosti

Eccles, Ioannou i Serafeim (2014) u svom istraživanju provedenom na uzorku od 180 poduzeća zaključuju da su organizacije koje su usvojile visoke standarde korporativne održivosti dugoročno ostvarivale statistički značajno bolje financijske rezultate u usporedbi s poduzećima niske razine održivosti, kako u smislu povrata dioničarima, tako i u smislu računovodstvenih mjera uspješnosti. Konkretno, poduzeća visoke održivosti ostvarivala su godišnje za 4,8 % viši prinos koji premašuje očekivani tržišni prinos na tržištu kapitala u odnosu na poduzeća niske održivosti. Istovremeno, ta poduzeća karakteriziralo je odgovornije korporativno upravljanje, viša razina angažmana dionika te dugoročnija orijentacija u komunikaciji s investitorima. Ovaj nalaz sugerira da ESG kriteriji nisu samo instrument zadovoljenja regulatornih zahtjeva, već i signal dugoročne kvalitete upravljanja i otpornosti poslovnog modela.

Friede, Busch i Bassen (2015) u meta-analizi više od 2.000 empirijskih istraživanja pokazuju da je odnos između ESG kriterija i financijske uspješnosti pretežno neutralan ili pozitivan, što upućuje na zaključak da uključivanje ESG čimbenika u poslovanje ne narušava financijske rezultate, a često ih može i unaprijediti.

U kontekstu industrije bezalkoholnih pića, okolišna dimenzija ESG-a ima poseban značaj. Proizvodnja pića snažno ovisi o potrošnji vode, energije i ambalažnih materijala, pa učinkovitije

upravljanje resursima može izravno utjecati na troškovnu konkurentnost i dugoročnu održivost poslovanja. Europska komisija (2020) u Strategiji od polja do stola naglašava kako su smanjenje ekološkog otiska u prehrambenoj industriji i prelazak na kružno gospodarstvo strateški prioriteti koji će se sve snažnije odražavati u regulatornim zahtjevima i standardima nabave. Ulaganja u energetska učinkovitost ili smanjenje potrošnje vode stoga generiraju i financijsku vrijednost kroz niže operativne troškove, ali i nefinancijsku vrijednost kroz poboljšanje reputacije i smanjenje regulatornog rizika.

Društvena dimenzija ESG-a u ovom sektoru povezana je sa sigurnošću i kvalitetom proizvoda, odnosima prema zaposlenicima, stabilnošću opskrbnog lanca te odgovornim odnosom prema potrošačima. U prehrambenoj i industriji pića povjerenje potrošača predstavlja ključnu nematerijalnu imovinu, zbog čega propusti u području sigurnosti hrane, radnih uvjeta ili transparentnosti mogu imati značajne financijske posljedice (Eccles, Ioannou i Serafeim, 2014; López-Cabarcos, Göttling-Oliveira-Monteiro i Vázquez-Rodríguez, 2024).

Upravljačka komponenta ESG-a obuhvaća kvalitetu korporativnog upravljanja, transparentnost izvještavanja, učinkovitost sustava upravljanja rizicima i usklađenost s regulatornim zahtjevima.

Iz financijske perspektive, ESG kriteriji mogu utjecati na vrijednost investicijskog projekta kroz nekoliko kanala: smanjenje operativnih troškova kroz ulaganja u energetska učinkovitost i optimizaciju resursa, smanjenje regulatorne i reputacijske neizvjesnosti te pristup povoljnijim izvorima financiranja i smanjenje troška kapitala (Giese i sur., 2019). U suvremenim uvjetima, banke sve više integriraju ESG kriterije u procjenu kreditne sposobnosti, što znači da projekti usmjereni na energetska učinkovitost i održivost imaju povoljniji pristup financiranju (HANFA, 2023).

U kontekstu ovoga rada ESG kriteriji ne predstavljaju zaseban element analize, već sastavni dio cjelovite procjene financijske održivosti investicije. Integracija ESG čimbenika omogućuje potpunije sagledavanje rizika i prilika, čime se povećava kvaliteta investicijskog odlučivanja i smanjuje vjerojatnost dugoročnih financijskih i operativnih rizika.

2.6.2. Materijalnost ESG čimbenika i utjecaj na trošak kapitala

Jedan od ključnih teorijskih doprinosa u razumijevanju veze između ESG kriterija i financijske uspješnosti jest koncept materijalnosti. Khan, Serafeim i Yoon (2016) pokazali su da tržište ne vrednuje sve ESG aktivnosti jednako, već su za financijsku uspješnost presudne upravo one

aktivnosti koje su materijalne za konkretnu industriju. Njihovo istraživanje razlikuje materijalne ESG čimbenike, koji su izravno povezani s poslovnim modelom i industrijskim kontekstom poduzeća, od nematerijalnih čimbenika, koji nemaju izravnu vezu s temeljnim poslovnim procesima. Poduzeća koja ulažu u materijalne ESG aktivnosti ostvaruju značajno bolje financijske rezultate od poduzeća koja ulažu u nematerijalne ESG aktivnosti ili ne ulažu uopće.

U kontekstu industrije bezalkoholnih pića, posebno su značajni čimbenici poput potrošnje energije i vode, upravljanja otpadom, kvalitete proizvoda i transparentnosti upravljanja (Khan, Serafeim i Yoon, 2016). Materijalni ESG čimbenici obuhvaćaju ponajprije upravljanje vodom i energijom, jer proizvodnja pića zahtijeva značajne količine obaju resursa. Nadalje, materijalna su i pitanja sigurnosti proizvoda i zdravstvenog utjecaja, budući da regulatorni trendovi poput poreza na zaslađena pića izravno utječu na strukturu potražnje. Također, upravljanje ambalažom i otpadom postaje sve važniji čimbenik s obzirom na regulatorne zahtjeve Europske unije vezane uz kružno gospodarstvo i smanjenje plastičnog otpada. Nasuprot tome, čimbenici poput bioraznolikosti ili rudarske problematike, premda relevantni u drugim industrijama, imaju marginalnu materijalnost za proizvođače bezalkoholnih pića.

Koncept materijalnosti osobito je važan iz pragmatične perspektive jer omogućuje poduzećima da usmjere ograničene resurse na one ESG aktivnosti koje generiraju najveću vrijednost, umjesto da raspršuju napore na široki spektar tema koje nemaju izravnu vezu s njihovim poslovnim modelom. Za proizvođače bezalkoholnih pića to znači da ulaganja u energetske učinkovitost, smanjenje potrošnje vode i reformulaciju proizvoda s nižim sadržajem šećera predstavljaju materijalne ESG aktivnosti s najvećim potencijalom za stvaranje dugoročne financijske i nefinancijske vrijednosti.

Materijalnost ESG čimbenika izravno se odražava i na trošak kapitala, koji predstavlja jedan od ključnih kanala putem kojih ESG kriteriji utječu na vrijednost investicijskog projekta. Giese i suradnici (2019) identificiraju tri mehanizma putem kojih viša razina ESG performansi može smanjiti trošak kapitala poduzeća. Prvo, poduzeća s boljim upravljanjem ESG rizicima percipiraju se kao manje rizična od strane investitora i kreditora, što se odražava u nižoj premiji rizika i, posljedično, nižem trošku vlastitog kapitala. Drugo, transparentnije izvješćavanje o nefinancijskim aspektima poslovanja smanjuje informacijsku asimetriju između poduzeća i investitora, što također doprinosi smanjenju troška kapitala. Treće, regulatorni poticaji, poput povlaštenih uvjeta financiranja za zelene investicije, izravno smanjuju trošak duga za projekte koji zadovoljavaju ESG kriterije.

Cheng, Ioannou i Serafeim (2014) empirijski potvrđuju da poduzeća s višom razinom ESG performansi imaju lakši pristup financiranju, što se manifestira kroz niže troškove zaduživanja i povoljnije uvjete kreditiranja. Ovo je posebno relevantno u kontekstu investicijskih projekata koji se financiraju kombinacijom kreditnog zaduženja i bespovratnih sredstava, jer viša razina ESG usklađenosti može dodatno poboljšati uvjete kreditiranja.

U kontekstu WACC modela opisanog u potpoglavlju 2.4.1., utjecaj ESG kriterija na trošak kapitala može se manifestirati kroz oba sastavna dijela: trošak vlastitog kapitala smanjuje se jer investitori percipiraju poduzeće kao manje rizično, dok se trošak duga smanjuje jer banke nude povoljnije uvjete za ESG usklađene projekte. Premda je kvantificiranje ovog utjecaja metodološki zahtjevno, smjer djelovanja u znanstvenoj literaturi nije sporan: viša razina ESG performansi povezana je s nižim troškom kapitala, čak i nakon kontrole za ostale financijske i industrijske čimbenike (Friede, Busch i Bassen, 2015).

2.6.3. Regulatorni okvir: EU taksonomija i CSRD

Razvoj regulatornog okvira na razini Europske unije značajno je unaprijedio institucionalni kontekst u kojemu se ESG kriteriji primjenjuju u investicijskom odlučivanju. EU taksonomija za održive aktivnosti (Uredba 2020/852/EU) uspostavlja jedinstveni klasifikacijski sustav koji definira koje se gospodarske aktivnosti mogu smatrati okolišno održivima te usmjerava financijska sredstva prema aktivnostima koje doprinose okolišnim i društvenim ciljevima, čime se povećava transparentnost i usporedivost nefinancijskih informacija (Europska komisija, 2021). Taksonomija utvrđuje šest okolišnih ciljeva: ublažavanje klimatskih promjena, prilagodba klimatskim promjenama, održivo korištenje i zaštita vodnih i morskih resursa, prijelaz na kružno gospodarstvo, sprječavanje i kontrola onečišćenja te zaštita i obnova bioraznolikosti i ekosustava.

Da bi se gospodarska aktivnost kvalificirala kao održiva prema EU taksonomiji, mora značajno doprinosti barem jednom od šest okolišnih ciljeva, ne smije značajno štetiti nijednom drugom cilju (načelo *do no significant harm*), mora biti usklađena s minimalnim socijalnim zaštitnim mjerama te mora zadovoljavati tehničke kriterije probira utvrđene delegiranim aktima Europske komisije. Za industriju bezalkoholnih pića, posebno su relevantni ciljevi vezani uz energetske učinkovitost, smanjenje emisija stakleničkih plinova i prelazak na kružno gospodarstvo u segmentu ambalaže.

Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti (engl. *Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD; Direktiva 2022/2464/EU) proširuje opseg obveznog nefinancijskog izvještavanja na značajno veći broj poduzeća u odnosu na prethodnu Direktivu o nefinancijskom izvještavanju (engl. *Non-Financial Reporting Directive*, NFRD), čime se tržišna transparentnost ESG podataka sustavno povećava. CSRD zahtijeva izvještavanje u skladu s Europskim standardima izvještavanja o održivosti (engl. *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS), koji uključuju detaljne zahtjeve vezane uz okolišne, društvene i upravljačke aspekte poslovanja (Europska unija, 2022). Za poduzeća koja zadovoljavaju određene pragove veličine, ova direktiva uvodi obvezu revizije nefinancijskih informacija, čime se povećava vjerodostojnost i usporedivost ESG podataka na razini Europske unije.

Praktične implikacije ovog regulatornog okvira za investicijske projekte su višestruke. Poduzeća koja su usklađena s EU taksonomijom i CSRD zahtjevima imaju lakši pristup održivom financiranju, uključujući zelene kredite i zelene obveznice koje nude povlaštene kamatne stope. Nadalje, usklađenost s regulatornim zahtjevima smanjuje rizik budućih regulatornih troškova i kazni, što pozitivno utječe na dugoročnu financijsku održivost investicije. Konačno, transparentno ESG izvještavanje poboljšava reputaciju poduzeća i jača povjerenje kupaca, investitora i poslovnih partnera.

2.6.4. Energetska tranzicija u prehrambenoj industriji

Europski zeleni plan (engl. *European Green Deal*) postavlja ambiciozan cilj postizanja klimatske neutralnosti do 2050. godine, pri čemu prehrambena industrija zauzima važno mjesto u strateškom okviru tranzicije (European Commission, 2021). Strategija od polja do stola (engl. *Farm to Fork Strategy*) kao sastavni dio Zelenog plana naglašava potrebu za smanjenjem ekološkog otiska prehrambene proizvodnje, poticanjem energetske učinkovitosti i prelaskom na obnovljive izvore energije. Za proizvođače bezalkoholnih pića ovi regulatorni trendovi imaju izravne implikacije na investicijske odluke.

Ulaganja u obnovljive izvore energije, poput instalacije solarnih elektrana na proizvodnim pogonima, istodobno ostvaruju financijske i okolišne ciljeve. S financijskog aspekta, vlastita proizvodnja energije smanjuje ovisnost o vanjskim dobavljačima i volatilnosti cijena energenata na tržištu, čime se stabiliziraju operativni troškovi i povećava predvidivost novčanih tokova. S okolišnog aspekta, prelazak na obnovljive izvore energije smanjuje emisije

stakleničkih plinova i ugljični otisak proizvodnje, što je u skladu s ciljevima EU taksonomije i regulatornim očekivanjima (International Energy Agency, 2022).

López-Cabarcos, Göttling-Oliveira-Monteiro i Vázquez-Rodríguez (2024) potvrđuju da strategije upravljanja vodom i otpadom pozitivno utječu na financijsku uspješnost poduzeća u europskoj prehrambenoj industriji. Njihovi rezultati ukazuju na to da učinkovitije upravljanje resursima ne samo da smanjuje operativne troškove, već i poboljšava konkurentsku poziciju poduzeća na tržištu na kojemu potrošači i poslovni partneri sve više vrednuju okolišni aspekt poslovanja, jer veliki maloprodajni lanci sve češće postavljaju ESG kriterije kao uvjet za uvrštavanje dobavljača u svoje opskrbne lance.

2.6.5. Integracija ESG kriterija u investicijsko odlučivanje

Integracija ESG kriterija u proces investicijskog odlučivanja zahtijeva proširenje tradicionalnog analitičkog okvira koji se temelji isključivo na financijskim pokazateljima. Eccles, Ioannou i Serafeim (2014) u svom istraživanju dokumentiraju da poduzeća koja su integrirala održivost u svoju poslovnu strategiju razvijaju značajno drugačije organizacijske procese: upravljačka tijela formalno preuzimaju odgovornost za održivost, kompenzacija menadžmenta povezuje se s ESG mjerilima, uspostavljaju se sustavni procesi angažmana dionika te se povećava mjerenje i objava nefinancijskih informacija. Ovi organizacijski procesi stvaraju institucionalni okvir koji podržava dugoročno orijentirano odlučivanje i smanjuje vjerojatnost kratkoročnih odluka koje mogu ugroziti dugoročnu održivost.

U praktičnom smislu, integracija ESG kriterija u investicijsku analizu može se provesti na više načina. Na razini procjene novčanih tokova, ESG čimbenici mogu se uključiti kroz korekciju projekcija operativnih troškova (primjerice, uštede od energetske učinkovitosti), kroz procjenu regulatornih rizika (primjerice, potencijalni troškovi usklađivanja s novim propisima) te kroz procjenu reputacijskih efekata na prihode. Na razini diskontne stope, viša razina ESG performansi može opravdati nižu premiju rizika, čime se smanjuje WACC i povećava NPV projekta.

Važno je napomenuti kako integracija ESG kriterija nije bez izazova. Standardizacija mjerenja ESG performansi još uvijek je u razvoju, različiti pružatelji ESG rejting usluga često daju neujednačene ocjene za isto poduzeće, a kvantificiranje financijskog učinka pojedinih ESG aktivnosti ostaje metodološki složeno (OECD, 2020). Unatoč ovim izazovima, rastući regulatorni zahtjevi, očekivanja investitora i empirijski dokazi o pozitivnoj vezi između ESG

performansi i dugoročne financijske uspješnosti nedvojbeno ukazuju na to da je integracija ESG kriterija u investicijsko odlučivanje postala nužnost, a ne izbor.

U kontekstu ovog rada, ESG kriteriji ne predstavljaju zaseban element analize, već sastavni dio cjelovite procjene financijske održivosti investicije. Investicijski projekt analiziran u empirijskom dijelu rada uključuje elemente koji izravno doprinose ESG ciljevima, uključujući ulaganje u solarnu elektranu (okolišna dimenzija), očuvanje i stvaranje radnih mjesta (društvena dimenzija) te transparentno financijsko planiranje i upravljanje rizicima (upravljačka dimenzija). Stoga se ESG kriteriji prožimaju kroz cjelokupnu analizu, omogućujući potpunije sagledavanje rizika i prilika te povećavajući kvalitetu investicijskog odlučivanja.

Teorijske postavke iznesene u ovom poglavlju predstavljaju analitički temelj koji će se u empirijskom dijelu rada primijeniti na konkretan investicijski projekt u industriji bezalkoholnih pića. Financijski pokazatelji, metode vrednovanja investicija, metodologija procjene novčanih tokova, analiza strukture financiranja s uključivanjem bespovratnih sredstava, instrumenti upravljanja rizicima te ESG kriteriji čine integrirani okvir koji omogućuje sveobuhvatnu procjenu financijske održivosti promatranog ulaganja.

3. Metodologija rada

U ovom se poglavlju izlaže metodološki okvir rada. U prvom dijelu obrazlaže se korišteni pristup uz argumentaciju opredjeljenja za studiju slučaja kao istraživačku metodu. Slijedi prikaz korištenih izvora podataka i postupaka njihova prikupljanja, kao i metodoloških postupaka analize koji će se primijeniti u empirijskoj razradi.

Zaseban segment poglavlja posvećen je polaznim pretpostavkama financijskih projekcija koje predstavljaju temelj za izračun pokazatelja financijske održivosti investicijskog projekta. Završni dio poglavlja sistematizira ograničenja istraživanja koje proizlaze iz odabranog pristupa.

3.1. Istraživački pristup

Empirijska komponenta ovog rada utemeljena je na kombinaciji kvalitativnih i kvantitativnih metoda kroz primjenu studije slučaja na konkretno poduzeće iz industrije bezalkoholnih pića. Studija slučaja pruža mogućnost detaljne analize odabrane pojave u njezinu prirodnom okruženju, što je posebno vrijedno pri istraživanju složenih financijskih i poslovnih procesa u kojima donošenje odluka ovisi o nizu međusobno povezanih čimbenika. U domeni procjene financijske održivosti investicijskog projekta, ovakav pristup omogućuje cjelovit obuhvat svih relevantnih dimenzija, od povijesnih poslovnih rezultata, preko detaljnih projekcija budućeg poslovanja, do procjene rizika i utjecaja vanjskih čimbenika.

Odabir studije slučaja kao osnovne istraživačke metode utemeljen je iz nekoliko razloga. Priroda predmeta istraživanja prvenstveno zahtijeva uvid u stvarne poslovne podatke određenog poduzeća, uključujući povjerljivu internu dokumentaciju. Uz to, financijska održivost ulaganja po svojoj je prirodi specifičan koncept čiji ishod ovisi o pojedinim karakteristikama poduzeća, sektora, modela financiranja i šireg okruženja, zbog čega generalizirajući kvantitativni pristupi pokazuju ograničenu primjenjivost. Naposljetku, dinamičke metode procjene investicija (NPV, IRR, razdoblje povrata) u stručnoj se literaturi tradicionalno obrađuju kroz primjere konkretnih projekata, što metodološki najbolje korespondira pristupu studije slučaja (Brealey, Myers i Allen, 2020; Atrill, 2020).

3.2. Izvori podataka

Empirijska analiza oslanja se na kombinaciju primarnih i sekundarnih izvora podataka, čime se postiže sveobuhvatnost i pouzdanost ulaznih informacija potrebnih za izračun pokazatelja financijske održivosti.

U primarne izvore podataka ubrajaju se službeni godišnji financijski izvještaji poduzetnika (GFI-POD) za promatrano poduzeće, dohvaćeni iz baze Financijske agencije (FINA) za razdoblje koje prethodi planiranoj investiciji. Navedeni izvještaji obuhvaćaju bilancu, račun dobiti i gubitka, revizorsko izvješće te bilješke uz financijske izvještaje, što omogućuje izračun ključnih financijskih pokazatelja postojećeg poslovanja poduzeća. Uz to, u analizi su korišteni interni podaci poduzeća o postojećoj proizvodnji, prodaji, troškovnoj strukturi te tehničkim specifikacijama planirane investicije, na temelju kojih su u okviru ovog rada izrađene projekcije prihoda, troškova i novčanih tokova investicijskog projekta.

Sekundarni izvori podataka uključuju javno dostupne tržišne i sektorske analize industrije bezalkoholnih pića. U tom kontekstu posebno se izdvajaju izvještaji međunarodnih institucija o trendovima u prehrambenoj industriji i industriji pića (Tidjani, Selten i van Galen, 2025), podaci Statiste (2025) o veličini i strukturi tržišta bezalkoholnih pića u Europi, kao i podaci Damodarana (2026) o sektorskim financijskim pokazateljima koji su korišteni kao referentne vrijednosti pri usporedbi rezultata analize.

3.3. Metode analize podataka

Sukladno postavljenim istraživačkim pitanjima i karakteristikama prikupljenih podataka, u radu se primjenjuje nekoliko komplementarnih analitičkih metoda.

Deskriptivna analiza služi za prikaz povijesnih poslovnih rezultata poduzeća, uključujući kretanje prihoda, troškova, operativne profitabilnosti i strukture izvora financiranja. Komparativnom analizom uspoređuju se pokazatelji promatranog poduzeća s prosjecima industrije bezalkoholnih pića, čime se dobiveni rezultati smještaju u širi sektorski kontekst.

Kvantitativna financijska analiza obuhvaća izračun pokazatelja likvidnosti, zaduženosti i profitabilnosti za razdoblje koje prethodi investiciji. Metodološku jezgru rada čine dinamičke metode ocjene isplativosti investicijskih projekata - neto sadašnja vrijednost (NPV), interna stopa rentabilnosti (IRR) i razdoblje povrata ulaganja. Navedene metode primjenjuju se na

projicirane neto novčane tokove projekta uz korištenje odgovarajuće diskontne stope koja reflektira trošak kapitala.

Analiza zaduženosti i otpornosti na rizike provodi se primjenom pokazatelja pokrića duga (DSCR) i odnosa neto duga prema EBITDA, čime se ocjenjuje sposobnost poduzeća da uredno plaća preuzete obveze nakon realizacije investicije. Komplementarno tome, primjenjuju se elementi analize osjetljivosti na ključne varijable poput prodajnih cijena, troškova sirovina i kamatnih stopa, što omogućuje procjenu otpornosti projekta na nepovoljne promjene u poslovnom okruženju.

Konačno, integriranim analitičkim pristupom obuhvaća se i procjena utjecaja ESG čimbenika, okolišnih, socijalnih i upravljačkih, na dugoročnu održivost investicije. Premda ESG dimenzije nisu kvantificirane u jednakom opsegu kao tradicionalni financijski pokazatelji, njihov se utjecaj razmatra kvalitativno, kroz analizu regulatornog okvira i tržišnih kretanja prema održivom poslovanju.

3.4. Polazne pretpostavke financijskih projekcija

Projekcije poslovanja i novčanih tokova predstavljaju metodološki temelj za primjenu dinamičkih metoda procjene investicija. U ovom radu projekcije obuhvaćaju razdoblje 2026.-2036. godine, pri čemu 2026. godina označava godinu realizacije investicije i početak ostvarivanja njezinih operativnih učinaka. Projekcije su iskazane u nominalnim iznosima, uz pretpostavku stabilnog makroekonomskog okruženja bez izraženijih šokova na tržištu sirovina i energenata.

Projekcije su izrađene primjenom kombiniranog pristupa, koji obuhvaća korištenje polaznih pretpostavki iz internog poslovnog plana poduzeća, autoričinu vlastitu prosudbu o realnosti navedenih pretpostavki s obzirom na povijesne financijske rezultate i prevladavajuće tržišne uvjete, te dodatne korekcije primijenjene u skladu s konzervativnim načelima procjene investicijskih projekata. Iako industrija bezalkoholnih pića iskazuje osjetljivost na inflatorna kretanja i promjene potrošačkih navika, u projekcijama su primijenjene umjerene stope rasta koje korespondiraju s povijesnim trendovima poduzeća i kapacitetima tržišta.

Ključne pretpostavke financijskih projekcija obuhvaćaju sljedeće:

- postupno povećanje iskorištenosti proizvodnih kapaciteta nakon realizacije investicije, sukladno vremenu potrebnom za puštanje nove opreme u funkciju i tržišnu apsorpciju dodatnih količina;
- rast prihoda temeljen prvenstveno na povećanju obujma proizvodnje, a ne na značajnom rastu prodajnih cijena, čime se uvažavaju konkurentnost industrije i ograničena cjenovna elastičnost potražnje u sektoru bezalkoholnih pića;
- stabilan odnos varijabilnih troškova prema prihodima, uz postupno smanjenje jediničnih troškova kao rezultat učinaka ekonomije obujma;
- ostvarenje ušteda u troškovima energije kao posljedicu ulaganja u solarnu elektranu i modernizaciju proizvodne opreme s većom energetsom učinkovitošću;
- kombinaciju vlastitih sredstava poduzeća, EU bespovratnih sredstava i dugoročnog bankovnog kredita kao izvora financiranja investicije, u skladu s opravdanjem iznesenim u prethodnom teorijskom poglavlju.

Sukladno teorijskim postavkama izloženima u prethodnom poglavlju, amortizacija nove imovine inkorporirana je u projekcije računa dobiti i gubitka, no izuzeta je iz izračuna neto novčanih tokova projekta budući da ne predstavlja stvarni odljev novčanih sredstava. Posebna pozornost u analizi posvećena je procjeni sposobnosti poduzeća da generira stabilne operativne novčane tokove dostatne za uredno financiranje duga, što predstavlja ključno mjerilo financijske održivosti investicijskog projekta.

Važno je istaknuti kako su projekcije u ovom radu izrađene na razini ukupnog poduzeća, a ne kroz izolirane inkrementalne novčane tokove same investicije. Ovakav pristup proizlazi iz okolnosti da promatrano poduzeće već aktivno posluje i ostvaruje prihode, dok planirana investicija ne predstavlja zasebnu poslovnu jedinicu, već integralni dio postojećeg poslovnog sustava s izravnim utjecajem na ukupne operativne rezultate. U skladu s tim, projekcije odražavaju cjelokupno poslovanje poduzeća nakon realizacije investicije, uključujući sinergijske učinke s postojećim proizvodnim procesima i očekivane uštede u troškovima energije i proizvodnje.

4. Opis istraživanja i rezultati istraživanja: analiza investicijskog projekta u proizvodnji bezalkoholnih pića

Industrija bezalkoholnih pića kapitalno je intenzivna industrija u kojoj se konkurentnost gradi kontinuiranim ulaganjima u modernizaciju i povećanje kapaciteta, uz istodobnu potrebu za optimalnim upravljanjem opskrbnim lancem i energetsom učinkovitošću (Gazzola i sur., 2024). U industriji bezalkoholnih pića modernizacija opreme mijenja strukturu amortizacijskih troškova i energetske potrošnje, promjene u kapacitetima nužno prate prilagodbe razine zaliha i potraživanja, a uštede u varijabilnim troškovima neposredno se odražavaju na novčane tokove.

Posebna specifičnost leži u sezonalnosti potražnje i volatilnosti troškova sirovina (šećer, voćni koncentрати, ambalaža), što zahtijeva primjenu konzervativnih pretpostavki u financijskim projekcijama. U uvjetima ubrzanih regulatornih promjena, uključujući uvođenje poreza na zaslađena pića u više od deset država članica EU do 2025. godine (Eurotax, 2025), proizvođači bezalkoholnih pića primorani su prilagoditi asortiman i proizvodni proces.

Poslovni model temeljen na proizvodnji za robne marke trgovačkih lanaca (engl. *private label*) donosi specifične prednosti i izazove. Dugoročni ugovorni odnosi osiguravaju relativno stabilnu razinu potražnje, ali istodobno zahtijevaju visoku razinu operativne učinkovitosti, fleksibilnost proizvodnog procesa i strogo pridržavanje standarda kvalitete. Gazzola i suradnici (2024) naglašavaju kako u takvim uvjetima sposobnost prilagodbe asortimana i proizvodnih kapaciteta postaje ključna konkurentska prednost.

4.1. Opis poduzeća

Promatrano poduzeće posluje u industriji bezalkoholnih pića u kojoj proizvodi voćne sirupe, nektare, gazirana i negazirana pića te vode s okusom. Poduzeće je osnovano 2014. godine te se tijekom proteklog desetljeća razvilo u jednog od vodećih proizvođača pića za robne marke trgovačkih lanaca.

Proizvodnja se odvija u suvremeno opremljenom pogonu koji obuhvaća više linija za punjenje različitih kategorija pića, uključujući PET, tetrapak i staklenu ambalažu. Poduzeće raspolaže i vlastitom linijom za izradu PET ambalaže, što pozitivno utječe na operativnu fleksibilnost i troškovnu konkurentnost.

Proizvodni pogon poduzeća smješten je u vlastitim poslovnim prostorima, koji obuhvaćaju proizvodne hale, skladišne kapacitete te prateće administrativne i logističke prostore. Vlasništvo nad poslovnim prostorima predstavlja važnu prednost s aspekta dugoročne stabilnosti poslovanja, jer smanjuje fiksne troškove najma i omogućuje veću fleksibilnost u planiranju budućih investicija i proširenju proizvodnih kapaciteta. Prostor je organiziran u skladu s važećim tehnološkim, sigurnosnim i higijenskim standardima prehrambene industrije, čime su osigurani preduvjeti za nesmetano odvijanje proizvodnog procesa i održavanje visoke razine kvalitete proizvoda.

Opskrba poduzeća sirovinama, ambalažom i energentima temelji se na dugoročnoj suradnji s više dobavljača, pri čemu se posebna pažnja posvećuje kontinuitetu isporuka, kvaliteti ulaznih materijala i stabilnosti cijena. Diversificirana struktura dobavljača smanjuje ovisnost o pojedinačnim dobavljačima i ublažava rizik poremećaja u lancu opskrbe, što je osobito važno u uvjetima povećane volatilnosti cijena sirovina i energenata. Poduzeće pritom nastoji optimizirati nabavne procese i pratiti mogućnosti zamjene dobavljača kako bi se osigurala konkurentnost i kontinuitet proizvodnje.

Prodaja proizvoda odvija se pretežito putem dugoročnih ugovornih odnosa s kupcima, prvenstveno trgovačkim lancima na domaćem i inozemnom tržištu, za koje poduzeće proizvodi pića pod robnim markama. Takav poslovni model osigurava relativno stabilnu razinu potražnje, ali istodobno zahtijeva visoku razinu operativne učinkovitosti, prilagodljivosti proizvodnje i strogo pridržavanje ugovorenih standarda kvalitete i rokova isporuke. Odnosi s kupcima temelje se na dugoročnoj suradnji i povjerenju, što doprinosi kontinuitetu poslovanja i stabilnosti prihoda.

Poduzeće zapošljava približno 70 djelatnika, među kojima je i stručni kadar iz područja prehrambene tehnologije te laboratorijsko osoblje koje osigurava kontrolu kvalitete proizvoda. Stabilan rast poslovanja potvrđuju financijski rezultati, koji se detaljno analiziraju u nastavku.

4.2. Analiza postojećeg poslovanja poduzeća

Kako bi se što realnije prikazala financijska održivost planirane investicije neophodno je sagledati poslovanje i financijske rezultate poduzeća u razdoblju koje prethodi realizaciji ulaganja. Analiza postojećeg poslovanja predstavlja polazišnu osnovu za izradu projekcija te omogućuje razumijevanje ostvarenih trendova rasta, razine operativne profitabilnosti i stabilnosti poslovnog modela. Analiza se temelji na službenim podacima iz godišnjih

financijskih izvještaja poduzetnika (GFI-POD), preuzetima iz baze Financijske agencije (FINA), te služi kao osnova za daljnju procjenu financijske održivosti ulaganja.

Razdoblje promatranja obuhvaća šest poslovnih godina, od 2020. do 2025. godine, čime se obuhvaćaju učinci pandemije COVID-19, energetske krize 2022. te postupno smirivanje inflatornih pritisaka u 2024. i 2025. godini, što omogućuje sagledavanje poslovanja poduzeća u različitim makroekonomskim uvjetima.

Tablica 1 prikazuje račun dobiti i gubitka poduzeća za razdoblje 2020.-2025. godine, s prikazom kretanja poslovnih prihoda, varijabilnih i fiksnih troškova te neto dobiti tijekom promatranog razdoblja

Tablica 1 Račun dobiti i gubitka poduzeća za razdoblje 2020. - 2025. (skraćeni oblik)

(iznosi u EUR)

Naziv pozicije	AOP oznaka	Rbr. bilješke	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1	2	3				4	5	5
I. POSLOVNI PRIHODI (AOP 129 do 133)	128		2.802.389	3.439.732	5.862.236	7.779.888	8.929.266	8.327.587
1. Prihodi od prodaje s poduzetnicima unutar grupe	129							
2. Prihodi od prodaje (izvan grupe)	130		2.802.389	3.439.732	5.850.242	7.736.970	8.878.526	8.292.678
3. Prihodi na temelju upotrebe vlastitih proizvoda, robe i usluga	131							
4. Ostali poslovni prihodi s poduzetnicima unutar grupe	132							
5. Ostali poslovni prihodi (izvan grupe)	133				11.994	42.918	50.740	34.909
II. POSLOVNI RASHODI (AOP 135+136+140+144 do 146+149+156)	134		2.675.578	3.355.271	5.625.307	7.134.565	8.316.476	7.773.593
1. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda	135		-118.828	-51.793	-225.277	-108.694	107.436	24.573
2. Materijalni troškovi (AOP 137 do 139)	136		2.170.254	2.542.853	4.337.274	5.451.157	5.908.406	5.333.784
a) Troškovi sirovina i materijala	137		1.775.967	2.131.119	3.643.986	4.592.340	4.876.160	4.138.577
b) Troškovi prodane robe	138		107.862	124.114	122.633	100.684	156.082	422.707
c) Ostali vanjski troškovi	139		286.425	287.620	570.655	758.133	876.164	772.500
3. Troškovi osoblja (AOP 141 do 143)	140		352.743	523.204	653.351	831.993	1.270.506	1.464.445
a) Neto plaće i nadnice	141		233.090	352.308	435.582	556.409	836.387	953.750
b) Troškovi poreza i doprinosa iz plaća	142		75.778	110.082	140.551	181.908	290.072	332.744
c) Doprinosi na plaće	143		43.875	60.814	77.218	93.676	144.047	177.951
4. Amortizacija	144		117.999	134.826	142.809	165.150	189.681	202.301
5. Ostali troškovi	145							
6. Vrijednosna usklađenja (AOP 147+148)	146					0	0	0
7. Rezerviranja (AOP 150 do 155)	149					0	0	0
8. Ostali poslovni rashodi	156		153.410	206.181	717.150	794.959	840.447	748.491
III. FINACIJSKI PRIHODI (AOP 158 do 167)	157		6.680	39.445	3.047	12.892	1.443	640

5. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi iz odnosa s poduzetnicima unutar grupe	162							640
8. Tečajne razlike i ostali financijski prihodi	165				3.047	899		
9. Nerealizirani dobici (prihodi) od financijske imovine	166							
10. Ostali financijski prihodi	167		6.680	39.445		11.993	1.443	
IV. FINANCIJSKI RASHODI (AOP 169 do 175)	168		123.828	98.020	75.794	522.843	393.334	211.066
1. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi s poduzetnicima unutar grupe	169							
2. Tečajne razlike i drugi rashodi s poduzetnicima unutar grupe	170							
3. Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	171		37.662	69.414	43.908	91.935	86.446	98.545
4. Tečajne razlike i drugi rashodi	172				23.268	21.840	36.168	34.437
5. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine	173							
6. Vrijednosna usklađenja financijske imovine (neto)	174							
7. Ostali financijski rashodi	175		86.166	28.606	8.618	409.068	270.720	78.083
V. UDIO U DOBITI OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	176							
VI. UDIO U DOBITI OD ZAJEDNIČKIH POTHVATA	177							
VII. UDIO U GUBITKU OD DRUŠTAVA POVEZANIH SUDJELUJUĆIM INTERESOM	178							
VIII. UDIO U GUBITKU OD ZAJEDNIČKIH POTHVATA	179							
IX. UKUPNI PRIHODI (AOP 128+157+176 + 177)	180		2.809.069	3.479.177	5.865.283	7.792.780	8.930.709	8.328.227
X. UKUPNI RASHODI (AOP 134+168+178 + 179)	181		2.799.406	3.453.291	5.701.101	7.657.408	8.709.810	7.984.659
XI. DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA (AOP 180-181)	182		9.663	25.886	164.182	135.372	220.899	343.568
XII. POREZ NA DOBIT	185		9.244	12.104	37.387	69.679	80.029	61.842
XIII. DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA (AOP 182-185)	186		419	13.782	126.795	65.693	140.870	281.726
1. Dobit razdoblja (AOP 182-185)	187		419	13.782	126.795	65.693	140.870	281.726
2. Gubitak razdoblja (AOP 185-182)	188					0	0	0

Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima (GFI-POD), FINA.

Iz Tablice 1 razvidan je snažan rast poslovnih prihoda u razdoblju od 2020. do 2024. godine, kada su ukupni prihodi gotovo udvostručeni, s 2,80 milijuna eura na 8,93 milijuna eura, što odgovara kumulativnom rastu od približno 219 %. Poslovna 2025. godina, međutim, donosi blagi pad prihoda na 8,33 milijuna eura, odnosno smanjenje od oko 6,7 % u odnosu na rekordnu 2024. Takvo kretanje ne predstavlja strukturni preokret, već se može tumačiti kao posljedica normalizacije nakon iznimno snažne ekspanzije i učinaka inflatornog rasta cijena u prethodnim godinama, što potvrđuje i stabilnost ostalih operativnih pokazatelja.

Tablica 2 prikazuje bilancu poduzeća za razdoblje 2020.-2025. godine, sa strukturom imovine, kapitala i obveza, čime se omogućuje uvid u financijsku poziciju poduzeća prije realizacije planirane investicije.

Tablica 2 Bilanca poduzeća za razdoblje 2020. - 2025. (skraćeni oblik)

(iznosi u EUR)

Naziv pozicije	AOP oznaka	Rbr. bilješke	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
1	2	3	4	5	6	7	8	9
AKTIVA								
A) POTRAŽIVANJA ZA UPISANI A NEUPLAĆENI KAPITAL	001							
B) DUGOTRAJNA IMOVINA (AOP 003+010+020+031+036)	002		1.631.852	1.737.662	1.745.975	1.885.408	1.979.905	2.130.094
I. NEMATERIJALNA IMOVINA (AOP 004 do 009)	003		8.802	13.773	16.750	26.822	37.946	28.189
1. Izdaci za razvoj	004							
2. Koncesije, patenti, licencije, robne i uslužne marke, softver i ostala prava	005							
3. Goodwill	006							
4. Predujmovi za nabavu nematerijalne imovine	007							
5. Nematerijalna imovina u pripremi	008		8.802	13.773	16.750	26.822	37.946	28.189
6. Ostala nematerijalna imovina	009							
II. MATERIJALNA IMOVINA (AOP 011 do 019)	010		1.623.050	1.723.889	1.729.225	1.858.586	1.941.959	2.101.905
1. Zemljište	011		33.556	33.556	33.556	48.555	48.555	48.555
2. Građevinski objekti	012		863.505	799.522	738.492	909.611	881.190	838.557
3. Postrojenja i oprema	013		683.155	846.441	919.117	799.298	742.593	656.804
4. Alati, pogonski inventar i transportna imovina	014		42.834	31.098	24.788	58.070	71.319	60.011
5. Biološka imovina	015							
6. Predujmovi za materijalnu imovinu	016							
7. Materijalna imovina u pripremi	017			13.272	13.272	43.052	198.302	497.977
8. Ostala materijalna imovina	018							
9. Ulaganje u nekretnine	019							

III. DUGOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 021 do 030)	020					0	0	0
IV. POTRAŽIVANJA (AOP 032 do 035)	031					0	0	0
V. ODGOĐENA POREZNA IMOVINA	036							
C) KRATKOTRAJNA IMOVINA (AOP 038+046+053+063)	037		1.679.545	2.032.347	3.261.940	3.716.160	3.858.981	3.970.400
I. ZALIHE (AOP 039 do 045)	038		1.188.717	1.229.293	2.020.232	2.307.875	2.411.391	2.491.670
1. Sirovine i materijal	039		533.465	568.928	1.138.322	1.385.031	1.749.467	1.861.507
2. Proizvodnja u tijeku	040		60.203	18.352	65.766			
3. Gotovi proizvodi	041		571.524	623.317	799.796	908.490	635.453	583.413
4. Trgovačka roba	042		23.525	18.696	16.348	14.354	26.471	46.751
5. Predujmovi za zalihe	043							
6. Dugotrajna imovina namijenjena prodaji	044							
7. Biološka imovina	045							
II. POTRAŽIVANJA (AOP 047 do 052)	046		451.364	737.623	1.101.600	1.340.071	1.381.601	1.435.820
1. Potraživanja od poduzetnika unutar grupe	047							
2. Potraživanja od društava povezanih sudjelujućim interesom	048							
3. Potraživanja od kupaca	049		445.904	734.379	1.097.524	1.277.113	1.318.501	1.387.969
4. Potraživanja od zaposlenika i članova poduzetnika	050							
5. Potraživanja od države i drugih institucija	051		4.341	2.130	2.504	61.031	61.402	46.323
6. Ostala potraživanja	052		1.119	1.114	1.572	1.927	1.698	1.528
III. KRATKOTRAJNA FINANCIJSKA IMOVINA (AOP 054 do 062)	053		20.883	24.931	23.403	21.791	20.580	19.219
1. Ulaganja u udjele (dionice) poduzetnika unutar grupe	054							
2. Ulaganja u ostale vrijednosne papire poduzetnika unutar grupe	055							
3. Dani zajmovi, depoziti i slično poduzetnicima unutar grupe	056							
4. Ulaganja u udjele (dionice) društava povezanih sudjelujućim interesom	057							
5. Ulaganja u ostale vrijednosne papire društava povezanih sudjelujućim interesom	058							
6. Dani zajmovi, depoziti i slično društvima povezanim sudjelujućim interesom	059							

7. Ulaganja u vrijednosne papire	060							
8. Dani zajmovi, depoziti i slično	061		20.883	24.931	23.403	21.791	20.580	19.219
9. Ostala financijska imovina	062							
IV. NOVAC U BANC I BLAGAJNI	063		18.581	40.500	116.705	46.423	45.409	23.690
D) PLAĆENI TROŠKOVI BUDUĆEG RAZDOBLJA I OBRAČUNATI PRIHODI	064			58.110	90.513	89.701	90.647	138.630
E) UKUPNO AKTIVA (AOP 001+002+037+064)	065		3.311.397	3.828.119	5.098.428	5.691.269	5.929.533	6.239.124
F) IZVANBILANČNI ZAPISI	066							

PASIVA								
A) KAPITAL I REZERVE (AOP 068 do 070+076+077+084+087+090)	067		1.097.356	1.086.400	1.154.060	1.569.724	1.655.032	1.928.849
I. TEMELJNI (UPISANI) KAPITAL	068		409.689	409.689	409.689	732.679	732.679	732.679
II. KAPITALNE REZERVE	069		319.091	318.766	284.043	279.861	279.861	309.839
III. REZERVE IZ DOBITI (AOP 071+072-073+074+075)	070							
IV. REVALORIZACIJSKE REZERVE	076		322.926	298.513	274.101	249.702	249.702	225.120
V. REZERVE FER VRIJEDNOSTI I OSTALO (AOP 078 do 083)	077		0			0	0	0
VI. ZADRŽANA DOBIT ILI PRENESENI GUBITAK (AOP 085-086)	084		45.231	45.650	59.432	186.227	251.920	379.486
1. Zadržana dobit	085		45.231	45.650	59.432	186.227	251.920	379.486
2. Preneseni gubitak	086							
VII. DOBIT ILI GUBITAK POSLOVNE GODINE (AOP 088-089)	087		419	13.782	126.795	121.255	140.870	281.726
1. Dobit poslovne godine	088		419	13.782	126.795	121.255	140.870	281.726
2. Gubitak poslovne godine	089							
VIII. MANJINSKI (NEKONTROLIRAJUĆI) INTERES	090							
B) REZERVIRANJA (AOP 092 do 097)	091		70.889	65.530	60.171	54.813	54.813	49.416
2. Rezerviranja za porezne obveze	093		70.889	65.530	60.171	54.813	54.813	49.416
C) DUGOROČNE OBVEZE (AOP 099 do 109)	098		630.480	840.837	1.507.795	1.055.685	960.770	643.912
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	099							
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	100				940.340	612.891	497.214	381.537

3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	101						
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	102						
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	103	68.905	134.273				
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	104	561.575	523.169	410.885	313.049	360.636	186.280
7. Obveze za predujmove	105						
8. Obveze prema dobavljačima	106		183.395	156.570	129.745	102.920	76.095
D) KRATKOROČNE OBVEZE (AOP 111 do 124)	110	1.512.672	1.835.351	2.255.511	2.731.234	3.069.337	3.578.399
1. Obveze prema poduzetnicima unutar grupe	111						
2. Obveze za zajmove, depozite i slično poduzetnika unutar grupe	112						
3. Obveze prema društvima povezanim sudjelujućim interesom	113						
4. Obveze za zajmove, depozite i slično društava povezanih sudjelujućim interesom	114						
5. Obveze za zajmove, depozite i slično	115						
6. Obveze prema bankama i drugim financijskim institucijama	116	79.634	331.807	1.126.750	1.413.664	1.510.822	1.879.895
7. Obveze za predujmove	117						
8. Obveze prema dobavljačima	118	1.314.251	1.388.554	915.119	1.038.978	1.181.489	1.370.405
9. Obveze po vrijednosnim papirima	119						
10. Obveze prema zaposlenicima	120	9.266	37.694	49.674	85.942	128.910	113.812
11. Obveze za poreze, doprinose i slična davanja	121	57.023	55.660	163.968	192.650	248.116	214.289
12. Obveze s osnove udjela u rezultatu	122						
13. Obveze po osnovi dugotrajne imovine namijenjene prodaji	123						
14. Ostale kratkoročne obveze	124	52.498	21.636				
E) ODGOĐENO PLAĆANJE TROŠKOVA I PRIHOD BUDUĆEGA RAZDOBLJA	125			120.893	279.813	189.581	38.547
F) UKUPNO – PASIVA (AOP 067+091+098+110+125)	126	3.311.397	3.828.118	5.098.430	5.691.269	5.929.533	6.239.124
G) IZVANBILANČNI ZAPISI	127						

Izvor: Izrada autorice prema godišnjim financijskim izvještajima (GFI-POD), FINA.

Operativna profitabilnost, mjerena EBITDA pokazateljem, zadržava se na pozitivnoj razini kroz cijelo promatrano razdoblje. Unatoč pritiscima na troškovnoj strani, osobito u segmentu energenata i sirovina, poduzeće uspijeva očuvati operativnu dobit, što ukazuje na relativno učinkovito upravljanje troškovima i stabilnost osnovne djelatnosti. Uočena razina profitabilnosti predstavlja važan preduvjet za financiranje investicije i buduće servisiranje kreditnih obveza.

Iako se iz prikazanih financijskih izvještaja ne može iščitati struktura prihoda prema tržištima, prema internim podacima poduzeća izvoz trenutno sudjeluje s približno 26 % u ukupnim prihodima, čime se potvrđuje postupna internacionalizacija poslovanja i smanjenje ovisnosti o domaćem tržištu. Takva struktura prihoda smanjuje koncentracijski rizik i pozitivno utječe na otpornost poslovnog modela.

Udio izvoza u ukupnim prihodima u 2025. godini od približno 26 %, čime se poduzeće svrstava u skupinu izvozno orijentiranih proizvođača prehrambene industrije u Republici Hrvatskoj. Diversifikacija prihoda po geografskim tržištima posebno je važna u kontekstu planirane investicije, budući da smanjuje izloženost poduzeća jednom tržištu i predstavlja dodatni argument u prilog uravnoteženog rizičnog profila projekta. Analiza bilance pokazuje da je imovinska struktura poduzeća obilježena značajnim udjelom dugotrajne imovine, što je u skladu s kapitalno intenzivnom prirodom proizvodnje bezalkoholnih pića. Odnos između dugotrajne i kratkotrajne imovine u promatranom razdoblju ne pokazuje značajne poremećaje, što upućuje na stabilno upravljanje imovinom.

S aspekta izvora financiranja, poduzeće se pretežito oslanja na vlastiti kapital, uz umjerenu razinu zaduženosti. Takva kapitalna struktura upućuje na očuvanu financijsku stabilnost i ostavlja prostor za dodatno zaduženje povezano s planiranom investicijom, bez značajnog narušavanja solventnosti i likvidnosti.

U nastavku se analiziraju četiri skupine financijskih pokazatelja, likvidnost (Tablica 3), zaduženost (Tablica 4), aktivnost (Tablica 5) te profitabilnost (Tablice 6 i 7), kako bi se pružila cjelovita slika financijskog stanja poduzeća uoči realizacije investicije.

Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti pružaju uvid u sposobnost poduzeća da podmiruje kratkoročne obveze iz raspoloživih likvidnih sredstava. Tablica 3 prikazuje izračunate pokazatelje tekuće, ubrzane i trenutne likvidnosti poduzeća za razdoblje 2020.–2025. godine.

Tablica 3 Pokazatelj likvidnosti (2020. – 2025.)

Pokazatelji likvidnosti	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Novac i novčani ekvivalenti	39.464	65.431	140.108	68.214	65.989	42.909
/ Tekuće obveze	1.512.672	1.835.351	2.376.404	3.011.047	3.258.918	3.616.946
Koeficijent trenutne likvidnosti	0,03	0,04	0,06	0,02	0,02	0,01
Tekuća imovina-zalihe	490.828	861.164	1.332.221	1.497.986	1.538.237	1.617.359
/ Tekuće obveze	1.512.672	1.835.351	2.376.404	3.011.047	3.258.918	3.616.946
Koeficijent ubrzane likvidnosti	0,32	0,47	0,56	0,50	0,47	0,45
Tekuća imovina	1.679.545	2.090.457	3.352.453	3.805.861	3.949.628	4.109.030
/ Tekuće obveze	1.512.672	1.835.351	2.376.404	3.011.047	3.258.918	3.616.946
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,11	1,14	1,41	1,26	1,21	1,14

Izvor: Izračun autorice prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika (GFI-POD), FINA

Koeficijent tekuće likvidnosti tijekom promatranog razdoblja kreće se u rasponu od 1,11 do 1,41, uz vrhunac u 2022. godini i postupan pad na 1,14 u 2025. godini. Vrijednosti iznad jedinice ukazuju na to da kratkotrajna imovina pokriva kratkoročne obveze, no kreću se ispod uobičajeno preporučenog raspona od 1,5 do 2,0 (Žager i sur., 2017), što sugerira da je likvidnost održiva, ali bez većih rezervi likvidnosti. Koeficijent ubrzane likvidnosti, koji isključuje залиhe, kreće se između 0,32 i 0,56, s blagim padom u posljednjim godinama, dok je koeficijent trenutne likvidnosti iznimno nizak (0,01-0,06) i ukazuje na vrlo skroman udio gotovine u odnosu na kratkoročne obveze.

Pokazatelji zaduženosti

Pokazatelji zaduženosti odražavaju strukturu izvora financiranja poduzeća te ukazuju na razinu financijske poluge i ovisnosti o tuđim izvorima. Tablica 4 prikazuje izračunate pokazatelje zaduženosti poduzeća za razdoblje 2020.–2025. godine.

Tablica 4 Pokazatelj zaduženosti poduzeća (2020. – 2025.)

(iznosi u EUR)

Pokazatelji zaduženosti	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kapital i rezerve	1.097.356	1.086.400	1.154.060	1.569.724	1.655.032	1.928.849
/ Ukupna imovina	3.311.397	3.828.119	5.098.428	5.691.269	5.929.533	6.239.124
Pokazatelj vlasničke glavnice	0,33	0,28	0,23	0,28	0,28	0,31
EBITDA (EBIT + amortizacija + rezerviranja)	170.686	145.275	314.147	738.999	756.837	731.944
/ Troškovi kamata	37.662	69.414	43.908	91.935	86.446	98.545
EBITDA pokriće kamata	4,53	2,09	7,15	8,04	8,76	7,43
EBIT (poslovni prihodi - poslovni rashodi + rezerviranja)	126.811	84.461	236.929	645.323	612.790	553.994
/ Troškovi kamata	37.662	69.414	43.908	91.935	86.446	98.545
EBIT pokriće kamata	3,37	1,22	5,40	7,02	7,09	5,62

Izvor: Izračun autorice prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika (GFI-POD), FINA

Pokazatelj vlasničke glavnice u promatranom se razdoblju kreće u rasponu od 0,23 (2022.) do 0,33 (2020.), uz stabilizaciju oko 0,28-0,31 u posljednje tri godine. To znači da je u 2025. godini približno 31 % ukupne imovine financirano vlastitim kapitalom, dok preostalih 69 % otpada na obveze. Iako je razina vlastitog financiranja umjerena, struktura kapitala ostaje konzistentna i ne pokazuje znakove daljnjeg pogoršanja, što ukazuje na kontroliran rast bilance.

Pokazatelji pokrića kamata daju snažniju potvrdu financijske stabilnosti. EBITDA pokriće kamata u 2025. iznosi 7,43, a u 2024. čak 8,76, što znači da operativna dobit prije amortizacije višestruko premašuje godišnji kamatni trošak. Slično tome, EBIT pokriće kamata kreće se od 5,40 do 7,09 u razdoblju 2022.-2025. godine. Vrijednosti znatno iznad bankarske referentne razine od 3,0 (Brealey, Myers i Allen, 2020) potvrđuju da poduzeće raspolaže dostatnim komotnim kapacitetom za servisiranje kamatnih obveza i ima prostor za dodatno zaduženje koje će proizaći iz planirane investicije.

Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti odražavaju sposobnost poduzeća da iz angažirane imovine i kapitala generira dobit te predstavljaju ključne indikatore financijske uspješnosti poslovanja. Tablica 5 prikazuje izračunate pokazatelje profitabilnosti poduzeća za razdoblje 2020.-2025. godine.

Tablica 5 Pokazatelji profitabilnosti poduzeća (2020. – 2025.)

(iznosi u EUR)

Pokazatelji profitabilnosti	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Neto dobit	419	13.782	126.795	65.693	140.870	281.726
/ Kapital i rezerve	1.097.356	1.086.400	1.154.060	1.569.724	1.655.032	1.928.849
Povrat na vlasničku glavniciu (ROE)	0,00	0,01	0,11	0,04	0,09	0,15
Neto dobit	419	13.782	126.795	65.693	140.870	281.726
/ Ukupna imovina	3.311.397	3.828.119	5.098.428	5.691.269	5.929.533	6.239.124
Povrat na aktivu (ROA)	0,00	0,00	0,02	0,01	0,02	0,05

Izvor: Izračun autorice prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika (GFI-POD), FINA

Najznačajniji pomak u pokazateljima profitabilnosti vidljiv je u 2025. godini. Povrat na vlasničku glavniciu (ROE) raste s 9 % u 2024. na 15 % u 2025. godini, dok se povrat na imovinu (ROA) povećava s 2 % na 5 %. Iako se prihodi u 2025. blago smanjuju, neto dobit istovremeno raste s 140.870 eura na 281.726 eura, što je gotovo udvostručenje, a upućuje na poboljšanje strukture troškova ili učinak neoperativnih stavki. ROE na razini od 15 % nadmašuje uobičajene zahtjeve u pogledu troška vlastitog kapitala u sektoru, što potvrđuje da poduzeće u investicijski ciklus ulazi u fazi rastuće rentabilnosti.

Prema podacima rejting agencije Damodarana (2026), prosječni ROE u sektoru hrane i pića globalno iznosi između 10 i 14 %, čime se rezultat poduzeća u 2025. godini smješta iznad sektorskog prosjeka. U istom razdoblju, kontinuirani rast ROA-e, koja je u 2020. godini iznosila praktički nula, potvrđuje da poduzeće postupno ostvaruje strukturna poboljšanja u korištenju imovine.

Profitne marže

Profitne marže predstavljaju pokazatelje koji izražavaju udio dobiti u prihodima na različitim razinama poslovanja te omogućuju usporedbu operativne učinkovitosti poduzeća kroz vrijeme. Tablica 6 prikazuje kretanje profitnih marži poduzeća za razdoblje 2020.-2025. godine.

Tablica 6 Profitne marže poduzeća (2020. – 2025.)

(iznosi u EUR)

Profitne marže	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	170.686	145.275	314.147	738.999	756.837	731.944
/ Poslovni prihodi	2.802.389	3.439.732	5.862.236	7.779.888	8.929.266	8.327.587
EBITDA marža (%)	6,09%	4,22%	5,36%	9,50%	8,48%	8,79%
EBIT	126.811	84.461	236.929	645.323	612.790	553.994
/ Poslovni prihodi	2.802.389	3.439.732	5.862.236	7.779.888	8.929.266	8.327.587
EBIT marža (%)	4,53%	2,46%	4,04%	8,29%	6,86%	6,65%
Neto dobit	419	13.782	126.795	65.693	140.870	281.726
/ Poslovni prihodi	2.802.389	3.439.732	5.862.236	7.779.888	8.929.266	8.327.587
Neto marža (%)	0,01%	0,40%	2,16%	0,84%	1,58%	3,38%

Izvor: Izračun autorice prema podacima iz godišnjih financijskih izvještaja poduzetnika (GFI-POD), FINA

U promatranom razdoblju EBITDA marža raste s 5,36 % u 2022. na 9,50 % u 2023. godini, a potom se zadržava u rasponu od 8,5 % do 8,8 % u 2024. i 2025. godini. Sličan obrazac slijedi i EBIT marža (s 4,04 % u 2022. na 8,29 % u 2023., te stabilizacija oko 6,7 % u 2025.). Razdoblje 2020.-2022. obilježeno je nižim maržama (4,2 %-6,1 %) zbog inflatornog utjecaja na cijene sirovina i ambalaže, dok od 2023. godine poduzeće uspijeva prenijeti dio porasta troškova u prodajne cijene i ostvariti viši profitabilan obujam.

Razina EBITDA marže od oko 9 % odražava specifičnosti poslovnog modela temeljenog na proizvodnji za robne marke trgovačkih lanaca. U usporedbi s globalnim prosjekom EBITDA marže segmenta bezalkoholnih pića, koji prema podacima Damodarana (2026) iznosi oko 22,8 %, ostvarena razina od 8,8 % tipična je za privatne proizvođače koji ne raspolažu snagom robnih

marki globalnih kompanija poput Coca-Cole ili PepsiCo, ali kao ključnu vrijednost kupcima u sustavu trgovačkih lanaca nude fleksibilnost, prilagodljivost i pouzdanost isporuke. Niža marža u tom je smislu strukturna karakteristika, a ne pokazatelj operativne slabosti.

Neto marža prati sličan trend rasta - s 0,01 % u 2020. na 3,38 % u 2025. godini - uz oscilacije u razdoblju 2023.-2024. zbog kretanja kamatnih troškova i poreznog opterećenja. Snažan rast neto marže u 2025. dodatno potvrđuje da je poduzeće u trenutku pokretanja investicije u fazi poboljšane financijske učinkovitosti i stvaranja vrijednosti za vlasnike.

Provedena analiza postojećeg poslovanja pokazuje da poduzeće u investicijski ciklus ulazi iz pozicije snažnog operativnog rasta (gotovo trostruki rast prihoda u razdoblju 2020.-2024., uz blagu normalizaciju u 2025.), poboljšane profitabilnosti (rast EBITDA marže s 5,4 % na 8,8 % i ROE-a s 0 % na 15 %) i kontinuirano sve učinkovitijeg korištenja imovine (rast koeficijenta obrtaja imovine s 0,85 na 1,33).

Istovremeno, kratkoročna likvidnost u rasponu od 1,11 do 1,41 i niska razina trenutne likvidnosti ukazuju na to da je poduzeće osjetljivo na poremećaje u priljevu novca, što treba imati na umu pri strukturiranju investicijskog financiranja. Visoka pokrivenost kamata (EBITDA pokriva 7,4) i razina vlastitog kapitala (31 %) potvrđuju da postoji prostor za dodatno kreditno zaduženje, ali pod uvjetom konzervativno strukturiranog otplatnog plana koji ne ugrožava operativnu likvidnost.

Ostvareni rezultati i prikazana financijska struktura predstavljaju odgovarajuću osnovu za izradu projekcija poslovanja i novčanih tokova investicijskog projekta, koje se obrađuju u sljedećem poglavlju.

4.3. Planirana investicija i polazne pretpostavke

Planirana investicija u 2026. godini obuhvaća nabavu nove linije za punjenje nektara u tetrapak ambalažu različitih volumena te automatske linije za proizvodnju PET ambalaže. Očekuje se da će ova ulaganja povećati stupanj iskorištenosti kapaciteta, omogućiti smanjenje troškova po jedinici proizvoda te povećati ukupnu profitabilnost kroz modernizaciju i optimizaciju proizvodnog procesa.

Tablica 7 prikazuje strukturu planirane investicije po pojedinačnim stavkama, uključujući iznose pojedinačnih ulaganja u eurima, stope dodjele bespovratne potpore te ukupan iznos bespovratnih sredstava.

Tablica 7 Struktura planirane investicije

Rb.	Stavka	Iznos u EUR bez PDV -a	Stopa potpore	Potpore u EUR
1	Linija za punjenje nektara u tetrapak 1l	428.700,00	27,50%	117.893,00
2	Rashladni tunel uz tetrapak linije	294.750,00	27,50%	81.056,00
3	Linija za proizvodnju PET ambalaže + kompresor	318.449,00	27,50%	87.573,00
4	Solarna elektrana	126.896,00	55,00%	69.792,00
5	Ugradnja pametnih brojila za praćenje potrošnje	7.155,00	55,00%	3.935,00
6	Savjetovanje usluge (nadzor, upravljanje, revizija projekta)	50.000,00	55,00%	27.500,00
	UKUPNO	1.225.949,00	31,63%	387.749,00

Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

Iz prikazane strukture investicije razvidno je da najveći udio u ukupnoj vrijednosti projekta čine ulaganja u proizvodnu opremu, dok ulaganja u solarnu elektranu, pametna brojila i savjetodavne usluge predstavljaju manji ali strateški značajan dio investicije usmjeren na energetske učinkovitost i kvalitetnu provedbu projekta. Kombinacija različitih stopa potpore rezultira ukupnom prosječnom stopom potpore od 31,63 % novog ulaganja, čime se značajno smanjuje potreba za dodatnim kreditnim zaduženjem poduzeća. Polazne pretpostavke i metodološki okvir koji proizlaze iz ovako definirane strukture investicije čine osnovu za projekcije poslovanja izložene u sljedećem poglavlju.

Uobičajeno za investicijske projekte je da se financiraju kombinacijom vlastitih sredstava, bespovratnih sredstava i kreditnog zaduženja. Kombinacija vlastitih sredstava i kreditnog zaduženja omogućuje realizaciju investicije uz istovremeno očuvanje likvidnosti poduzeća i održive razine financijske poluge. Bitno je istaknuti kako se bespovratna sredstva iz fondova Europske unije u ovoj analizi promatraju u istoj kategoriji kao vlastiti izvor financiranja, budući da ne predstavljaju obvezu povrata niti stvaraju dodatno financijsko opterećenje.

Tablica 8 prikazuje strukturu financiranja planirane investicije s prikazom udjela vlastitih sredstava i EU bespovratnih sredstava te udjela bankovnog kredita u ukupnom iznosu investicije

Tablica 8 Struktura financiranja investicije

Izvor	Iznos	Udio
Ukupno novo ulaganje	1.225.949,00	37%
Vlastiti + EU grant	387.749,00	12%
Kredit	838.200,00	25%
Prijenos postojeće imovine	2.101.905,00	63%
Ukupna vrijednost ulaganja (prijenos postojeće imovine i novo ulaganje)	3.327.854,00	100%

Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

Takva struktura financiranja pozitivno utječe na održivost projekta jer smanjuje razinu financijske poluge te povećava otpornost poduzeća na potencijalne tržišne poremećaje.

4.4. Projekcije poslovanja i financijska ocjena projekta

Procjena financijske održivosti investicijskog projekta zahtijeva izradu detaljnih projekcija budućeg poslovanja te analizu novčanih tokova koji proizlaze iz realizacije ulaganja. Projekcije poslovanja predstavljaju temeljni analitički instrument na osnovi kojega se izračunavaju dinamički pokazatelji isplativosti investicije, uključujući neto sadašnju vrijednost (NPV), internu stopu rentabilnosti (IRR) i razdoblje povrata ulaganja.

U kontekstu analiziranog investicijskog projekta, projekcije se izrađuju za razdoblje od 2026. do 2036. godine, pri čemu 2026. godina predstavlja godinu realizacije investicije i početka njezinih operativnih učinaka. Projekcije obuhvaćaju procjenu budućih prihoda i troškova, izračun operativnih novčanih tokova te analizu sposobnosti projekta da generira dostatna sredstva za pokriće inicijalnog ulaganja i uredno servisiranje preuzetih financijskih obveza.

Važno je naglasiti kako se projekcije u ovom radu temelje na pristupu ukupnog poduzeća, a ne na izoliranim inkrementalnim novčanim tokovima same investicije. Takav pristup proizlazi iz činjenice da promatrano poduzeće već aktivno posluje i generira prihode, a planirana investicija ne djeluje kao zaseban entitet, već kao integralni dio postojećeg poslovnog sustava koji izravno utječe na ukupne operativne rezultate. Sukladno tome, projekcije odražavaju ukupno

poslovanje poduzeća nakon realizacije investicije, uključujući sinergijske učinke s postojećim proizvodnim procesima, učinke ekonomije obujma te očekivane uštede u troškovima energije i proizvodnje.

Kvaliteta projekcija izravno utječe na pouzdanost izračunatih pokazatelja isplativosti, zbog čega je posebna pozornost posvećena odabiru pretpostavki na kojima se projekcije temelje. U skladu s praksom investicijskog i bankarskog financiranja, primijenjene su konzervativne i realne pretpostavke koje uvažavaju povijesne trendove poduzeća, kapacitete tržišta te specifičnosti industrije bezalkoholnih pića. Pritom su uzeti u obzir ključni čimbenici koji mogu utjecati na ostvarenje planiranih rezultata, uključujući dinamiku potražnje, kretanje cijena sirovina i energenata, raspoloživost radne snage te regulatorne promjene u sektoru.

4.4.1. Projekcije prihoda i troškova

Polazna osnova za procjenu financijske održivosti investicijskog projekta jest projekcija prihoda i troškova, s obzirom na to da te kategorije izravno determiniraju visinu budućih novčanih tokova i ukupnu isplativost ulaganja. U ovom radu projekcije su izrađene primjenom kombiniranog pristupa, koji obuhvaća korištenje polaznih pretpostavki iz internih podataka poduzeća, autoričinu vlastitu prosudbu o realnosti tih pretpostavki s obzirom na povijesne financijske rezultate i prevladavajuće tržišne uvjete, kao i dodatne korekcije provedene u skladu s konzervativnim načelima procjene investicijskih projekata.

Tablica 9 prikazuje projekciju prihoda i troškova poduzeća za razdoblje 2026.-2036. godine, uključujući projekciju poslovnih prihoda, varijabilnih i fiksnih troškova, EBITDA-e te neto dobiti.

Tablica 9 Projekcija prihoda i troškova (2026. - 2036.)

(iznos u EUR)

Naziv pozicije	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
POSLOVNI PRIHODI	10.556.084	14.172.389	15.073.024	15.449.849	15.836.096	16.231.998	16.637.798	17.053.743	17.480.087	17.917.089	18.365.016
<i>Prihodi od prodaje</i>	10.556.084	14.172.389	15.073.024	15.449.849	15.836.096	16.231.998	16.637.798	17.053.743	17.480.087	17.917.089	18.365.016
POSLOVNI RASHODI	9.487.150	12.730.789	13.498.521	13.786.687	14.104.637	14.433.333	14.772.706	15.122.735	15.483.438	15.854.868	16.237.106
<i>Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda</i>	-88.339	-154.973	-52.538	-21.982	-22.532	-23.095	-23.673	-24.264	-24.871	-25.493	-26.130
Materijalni troškovi	6.378.714	8.703.037	9.146.570	9.323.984	9.557.084	9.796.011	10.040.911	10.291.934	10.549.232	10.812.963	11.083.287
<i>Troškovi sirovina i materijala</i>	5.111.983	7.285.798	7.639.268	7.778.999	7.973.474	8.172.811	8.377.131	8.586.560	8.801.224	9.021.254	9.246.786
<i>Troškovi prodane robe</i>	422.243										
<i>Ostali vanjski troškovi</i>	844.487	1.417.239	1.507.302	1.544.985	1.583.610	1.623.200	1.663.780	1.705.374	1.748.009	1.791.709	1.836.502
Troškovi osoblja	1.900.095	2.423.479	2.577.487	2.641.924	2.707.972	2.775.672	2.845.063	2.916.190	2.989.095	3.063.822	3.140.418
<i>Neto plaće i nadnice</i>	1.161.169	1.481.015	1.575.131	1.614.509	1.654.872	1.696.244	1.738.650	1.782.116	1.826.669	1.872.336	1.919.144
<i>Troškovi poreza i doprinosa iz plaća</i>	422.243	538.551	572.775	587.094	601.772	616.816	632.236	648.042	664.243	680.849	697.871
<i>Doprinosi na plaće</i>	316.683	403.913	429.581	440.321	451.329	462.612	474.177	486.032	498.182	510.637	523.403
Amortizacija	188.291	271.145	244.335	220.527	199.323	180.386	163.435	148.232	134.573	122.281	111.205
Ostali troškovi											
Ostali poslovni rashodi	1.108.389	1.488.101	1.582.668	1.622.234	1.662.790	1.704.360	1.746.969	1.790.643	1.835.409	1.881.294	1.928.327
FINANCIJSKI PRIHODI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FINANCIJSKI RASHODI	121.909	51.612	36.207	20.845	13.619	654	0	0	0	0	0
Rashodi s osnove kamata i slični rashodi	96.081	51.612	36.207	20.845	13.619	654	0	0	0	0	0
Tečajne razlike i drugi rashodi	25.828										
UKUPNI PRIHODI	10.556.084	14.172.389	15.073.024	15.449.849	15.836.096	16.231.998	16.637.798	17.053.743	17.480.087	17.917.089	18.365.016
UKUPNI RASHODI	9.609.059	12.782.401	13.534.728	13.807.532	14.118.255	14.433.987	14.772.706	15.122.735	15.483.438	15.854.868	16.237.106
DOBIT ILI GUBITAK PRIJE OPOREZIVANJA	947.025	1.389.988	1.538.296	1.642.317	1.717.840	1.798.012	1.865.092	1.931.008	1.996.649	2.062.221	2.127.909

Dobit prije oporezivanja	947.025	1.389.988	1.538.296	1.642.317	1.717.840	1.798.012	1.865.092	1.931.008	1.996.649	2.062.221	2.127.909
POREZ NA DOBIT	170.465	250.198	276.894	295.618	309.212	323.643	335.717	347.582	359.397	371.200	383.024
DOBIT ILI GUBITAK RAZDOBLJA	776.560	1.139.790	1.261.402	1.346.699	1.408.628	1.474.369	1.529.375	1.583.426	1.637.252	1.691.021	1.744.885
Dobit razdoblja	776.560	1.139.790	1.261.402	1.346.699	1.408.628	1.474.369	1.529.375	1.583.426	1.637.252	1.691.021	1.744.885
Gubitak razdoblja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

Tablica 9 prikazuje projekciju prihoda i troškova poduzeća od 2026. do 2036. godine. Prikazani podaci omogućuju uvid u očekivanu dinamiku rasta poslovanja, kretanje troškovne strukture te razvoj profitabilnosti poduzeća u srednjem i dugom roku.

Nakon inicijalnog snažnog rasta prihoda u 2027. godini očekuje se stabilizacija i umjereniji rast u narednim godinama. Takav trend ukazuje na ulazak poduzeća u fazu stabilnog rasta, karakterističnu za zrele investicijske projekte, uz postupno povećanje iskorištenosti proizvodnih kapaciteta.

Prikazani rast poslovnih prihoda u promatranom razdoblju izravno je povezan s realizacijom planirane investicije, koja predstavlja ključni preduvjet za daljnji razvoj i povećanje proizvodnih kapaciteta poduzeća. Postojeći proizvodni kapaciteti prije realizacije investicije predstavljali su ograničavajući faktor daljnjeg rasta poduzeća, osobito u uvjetima povećane potražnje od strane ključnih kupaca i sve izraženije izvozne orijentacije. S obzirom na to da poduzeće značajan dio prihoda ostvaruje kroz dugoročne ugovorne odnose s trgovačkim lancima, daljnje povećanje narudžbi bilo je uvjetovano proširenjem i modernizacijom proizvodnih kapaciteta.

Ograničenja su bila posebno izražena u segmentu punjenja i obrade proizvoda, gdje postojeća oprema nije omogućavala optimalnu iskorištenost tržišnih prilika niti fleksibilno prilagođavanje različitim zahtjevima kupaca. Otvaranje novih tržišta i to orijentiranih na izvoz i povećanje udjela inozemnih tržišta dodatno su povećali pritisak na proizvodne kapacitete i logističke procese.

Promatrana investicija osim povećanja volumena proizvodnje, važan aspekt daje i na mogućnost širenja proizvodnog asortimana. Uvođenjem nove opreme i tehnoloških rješenja poduzeće dobiva mogućnost razvoja novih proizvoda i prilagodbe različitim pakiranjima i formatima, što je osobito važno u suradnji s trgovačkim lancima koji zahtijevaju visoku razinu fleksibilnosti i prilagodbe tržišnim trendovima.

Proširenje ponude omogućuje poduzeću diversifikaciju prihoda, smanjenje ovisnosti o pojedinim proizvodnim linijama te jačanje konkurentske pozicije na domaćem i inozemnom tržištu. Istovremeno, povećava se mogućnost ulaska u nove prodajne kanale i segmente tržišta, uključujući proizvode s višom dodanom vrijednošću.

Uvođenjem nove proizvodne linije i modernizacijom postojećih procesa omogućuje se povećanje volumena proizvodnje, ali i veća fleksibilnost u prilagodbi zahtjevima kupaca. Time se stvaraju preduvjeti za realizaciju već ugovorenih poslova, ali i za sklapanje novih ugovora,

što se izravno reflektira na rast prihoda u projekcijama. Investicija se stoga ne može promatrati samo kao razvojna prilika, već kao nužan korak za očuvanje konkurentnosti i tržišne pozicije poduzeća.

Struktura prihoda odražava specifičnosti proizvodnog modela poduzeća, koji se u velikoj mjeri temelji na proizvodnji za robne marke te kontinuiranoj isporuci proizvoda u većim količinama. Takav model poslovanja omogućuje relativno stabilan rast prihoda, ali istovremeno zahtijeva visoku razinu operativne učinkovitosti i optimalnu iskorištenost proizvodnih kapaciteta.

U tom kontekstu, održivost prihoda uvelike ovisi o sposobnosti poduzeća da osigura kontinuitet proizvodnje, prilagodljivost proizvodnih procesa te učinkovito upravljanje troškovima.

S druge strane, poslovni rashodi prate dinamiku rasta prihoda. Najveći udio u rashodima čine materijalni troškovi, koji su izravno povezani s obujmom proizvodnje, dok troškovi osoblja bilježe postupni rast uslijed povećanja kapaciteta i potrebe za dodatnom radnom snagom. Uz kvantitativno povećanje broja zaposlenih, na rast troškova plaća utječu i širi makroekonomski trendovi na tržištu rada u Republici Hrvatskoj, obilježeni kontinuiranim rastom plaća.

Istovremeno, analize Hrvatske narodne banke ukazuju na snažno tržište rada obilježeno niskom nezaposlenošću i povećanom potražnjom za radnicima, što doprinosi kontinuiranom rastu plaća. Pritom se ističe kako rast nominalnih plaća i jediničnih troškova rada može utjecati na ukupne troškove poslovanja i konkurentnost gospodarstva (Hrvatska narodna banka, 2025, str. 25, 35).

Unatoč rastu rashoda, poduzeće uspijeva održati stabilnu razinu operativne profitabilnosti. Ovakav trend ukazuje na kontinuirano jačanje operativne učinkovitosti i uspješno upravljanje troškovima.

Važan element u strukturi troškova predstavlja očekivano povećanje amortizacije u početnim godinama nakon investicije, kao posljedica ulaganja u novu opremu, dok se u kasnijem razdoblju bilježi njezino postupno smanjenje. Istovremeno, financijski rashodi pokazuju silazni trend, što upućuje na postupnu otplatu kreditnih obveza i smanjenje troška financiranja.

Dodatno, ulaganje u energetske učinkovitost, uključujući solarnu elektranu, doprinosi smanjenju troškova energije i povećanju operativne efikasnosti. Povećanje proizvodnih kapaciteta omogućuje ostvarenje ekonomije obujma, što se očituje kroz smanjenje jediničnih troškova i dodatno poboljšanje profitabilnosti.

Unatoč pozitivnim projekcijama, važno je naglasiti kako u analizi nisu u potpunosti uzeti u obzir potencijalni vanjski rizici, posebice oni povezani s aktualnim geopolitičkim kretanjima. Promjene cijena energenata, sirovina i ambalaže, kao i poremećaji u opskrbnim lancima, mogu imati značajan utjecaj na troškovnu strukturu poduzeća i profitne marže. Stoga su projekcije izrađene uz pretpostavku relativno stabilnog makroekonomskog okruženja, dok bi nepovoljnija kretanja mogla dovesti do odstupanja od planiranih rezultata.

Ukupno gledano, projekcije prihoda i troškova ukazuju na stabilan i održiv rast poslovanja uz kontinuirano povećanje profitabilnosti. Takva dinamika predstavlja čvrstu osnovu za generiranje pozitivnih novčanih tokova, što će biti detaljnije analizirano u nastavku rada.

4.4.2. Projekcija novčanih tokova investicijskog projekta

Ključan element u procjeni financijske održivosti investicijskog projekta predstavlja projekcija novčanih tokova, budući da omogućuje detaljnu analizu sposobnosti projekta da iz redovitog poslovanja generira dovoljne novčane priljeve za pokriće inicijalnog ulaganja, podmirenje svih obveza te ostvarenje očekivane razine profitabilnosti. Za razliku od računovodstvene dobiti, novčani tokovi daju realniji uvid u likvidnost i financijsku snagu poduzeća, što ih čini posebno važnima u investicijskoj i bankarskoj analizi.

U ovom radu novčani tokovi izračunati su na temelju projekcija računa dobiti i gubitka, čime se osigurava povezanost između operativnog poslovanja i financijskih učinaka investicije. Operativni novčani tok dobiven je kao razlika između EBITDA pokazatelja i poreza na dobit, pri čemu EBITDA predstavlja aproksimaciju novčanog toka iz poslovanja prije utjecaja financiranja i računovodstvenih prilagodbi. Na taj način eliminira se utjecaj nenovčanih troškova, prvenstveno amortizacije, čime se dobiva realnija slika sposobnosti poduzeća za generiranje novca.

Neto novčani tok dodatno je prilagođen za investicijske izdatke i bespovratna sredstva, čime se u analizu uključuju svi relevantni novčani priljevi i odljevi povezani s realizacijom projekta.

Tablica 10 prikazuje detaljnu projekciju novčanih tokova investicijskog projekta za razdoblje 2026.-2036. godine, uključujući operativne novčane tokove, investicijske izdatke i bespovratna sredstva, kao i kumulativni neto novčani tok.

Tablica 10 Projekcija novčanog toka investicijskog projekta (2026. - 2036.)

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Dobit prije oporezivanja	947.025,29	1.389.988,38	1.538.295,62	1.642.317,38	1.717.840,26	1.798.011,52	1.865.092,04	1.931.008,22	1.996.648,84	2.062.221,12	2.127.909,45
Amortizacija	188.291,46	271.145,36	244.334,58	220.527,25	199.322,52	180.385,75	163.435,28	148.232,27	134.572,64	122.280,87	111.205,06
EBITDA	1.135.316,75	1.661.133,73	1.782.630,20	1.862.844,63	1.917.162,78	1.978.397,26	2.028.527,33	2.079.240,49	2.131.221,47	2.184.501,98	2.239.114,51
Porez na dobit	170.465,00	250.198,00	276.894,00	295.618,00	309.212,00	323.643,00	335.717,00	347.582,00	359.397,00	371.200,00	383.024,00
Operativni novčani tok	964.851,75	1.410.935,73	1.505.736,20	1.567.226,63	1.607.950,78	1.654.754,26	1.692.810,33	1.731.658,49	1.771.824,47	1.813.301,98	1.856.090,51
Investicija (CAPEX)	-1.225.949,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EU grant	0,00	387.749,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Neto novčani tok	-261.097,25	1.798.684,73	1.505.736,20	1.567.226,63	1.607.950,78	1.654.754,26	1.692.810,33	1.731.658,49	1.771.824,47	1.813.301,98	1.856.090,51

Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

U početnoj godini investicije (2026.) evidentiran je negativan neto novčani tok, što je posljedica značajnih investicijskih izdataka koji nadmašuju operativne novčane priljeve. Takva dinamika tipična je za projekte u fazi implementacije, kada se ostvaruju visoki početni troškovi, dok se puni učinci investicije tek očekuju u narednim razdobljima.

Važno je naglasiti kako se u ovom radu analiza novčanih tokova temelji na ukupnom poslovanju poduzeća koje već posluje i generira prihode, a ne isključivo na inkrementalnim novčanim tokovima same investicije. Takav pristup omogućuje realniju procjenu financijske održivosti projekta, budući da investicija ne djeluje izolirano, već je integrirana u postojeći poslovni sustav i izravno utječe na ukupne operativne rezultate poduzeća.

U 2027. godini dolazi do značajnog povećanja neto novčanog toka, prvenstveno kao rezultat priljeva bespovratnih sredstava, ali i daljnjeg rasta operativnih novčanih tokova. Time projekt već u ranoj fazi pokazuje sposobnost generiranja likvidnosti i smanjenja financijskog pritiska uzrokovanog početnim ulaganjima.

U razdoblju od 2028. do 2036. godine neto novčani tokovi temelje se isključivo na operativnom poslovanju te pokazuju stabilan i kontinuiran rast. Takva kretanja rezultat su povećanja proizvodnih kapaciteta, bolje iskorištenosti resursa, širenja proizvodnog asortimana što doprinosi jačanju operativne učinkovitosti i smanjenju jediničnih troškova.

Dodatno, stabilnost novčanih tokova ukazuje na otpornost poslovnog modela na potencijalne tržišne i troškovne promjene. Iako vanjski čimbenici poput kretanja cijena sirovina, energije i rada mogu značajno utjecati na razinu troškova, projekcija pokazuje da poduzeće generira dovoljno snažne operativne novčane tokove za apsorpciju takvih rizika.

Kumulativni novčani tok predstavlja važan pokazatelj uspješnosti investicije jer prikazuje ukupni učinak projekta kroz vrijeme. Iz podataka je vidljivo da kumulativni novčani tok relativno brzo prelazi u pozitivnu vrijednost, što ukazuje na kratko razdoblje povrata ulaganja i dodatno potvrđuje financijsku opravdanost projekta.

Na temelju provedene analize može se zaključiti kako investicijski projekt generira stabilne i rastuće novčane tokove, čime se osiguravaju preduvjeti za povrat uložених sredstava, održavanje likvidnosti i dugoročnu održivost poslovanja.

4.4.3. Financijska ocjena projekta

Procjena isplativosti investicijskog projekta predstavlja završnu fazu financijske analize, u kojoj se na temelju prethodno izrađenih projekcija novčanih tokova donosi zaključak o

financijskoj opravdanosti ulaganja. U tu svrhu koriste se metode diskontiranih novčanih tokova koje uzimaju u obzir vremensku vrijednost novca, odnosno činjenicu da novčani iznosi ostvareni u različitim vremenskim razdobljima nemaju jednaku vrijednost.

U ovom radu primijenjeni su ključni pokazatelji ocjene investicijskog projekta, i to neto sadašnja vrijednost (NPV), interna stopa rentabilnosti (IRR) te razdoblje povrata ulaganja. Navedeni pokazatelji omogućuju sveobuhvatnu procjenu financijske održivosti projekta, pri čemu svaki od njih pruža specifičnu perspektivu analize (Brealey, Myers i Allen, 2020.).

U analizi je primijenjena diskontna stopa od 10%, koja odražava oportunitetni trošak kapitala te razinu rizika povezanog s predmetnim ulaganjem. Ova stopa predstavlja očekivani minimalni prinos koji investitor zahtijeva kako bi opravdao ulaganje sredstava u projekt, uzimajući u obzir alternativne mogućnosti ulaganja sličnog rizika.

Tablica 11 prikazuje izračunate pokazatelje isplativosti analiziranog investicijskog projekta, neto sadašnju vrijednost (NPV), internu stopu rentabilnosti (IRR) i razdoblje povrata investicije.

Pri analizi investicijskog projekta važno je naglasiti da se ukupno provedeno ulaganje ne odnosi samo na novo ulaganje, već obuhvaća ukupnu imovinu koja sudjeluje u stvaranju vrijednosti poduzeća. Razlog tome je što se ova investicija ne promatra izolirano, već kao proširenje postojećeg poslovanja i proizvodnih kapaciteta. Nova linija za punjenje nektara i linija za proizvodnju PET ambalaže integrirat će se u postojeći sustav i koristiti već raspoložive resurse (prostor, logistiku, radnu snagu i distribuciju). Zbog te povezanosti, troškovi i koristi mogu se realno procijeniti samo na razini ukupnog poslovanja.

Slijedom toga, u analizi troškova i koristi ukupna vrijednost ulaganja iznosi 3,3 milijuna EUR, od čega se 1,2 milijuna EUR odnosi na novo ulaganje, a 2,1 milijun EUR na postojeću imovinu uključenu u projekt.

Tablica 11 Pokazatelji isplativosti investicijskog projekta

ISPLATIVOST INVESTICIJE										
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Investicija	-3.327.854	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prijenos postojeće imovine	-2.101.905	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Novo ulaganje	-1.225.949	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Negativan novčani tok	-3.327.854	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Povrat iz potpore EU	0	387.749	0	0	0	0	0	0	0	0
Ukupno efekti investicije	0	295.863	505.579	588.666	617.400	644.115	672.626	703.091	735.682	770.590
Pozitivan novčani tok	0	683.612	505.579	588.666	617.400	644.115	672.626	703.091	735.682	770.590
Neto novčani tok	-3.327.854	683.612	505.579	588.666	617.400	644.115	672.626	703.091	735.682	770.590
Kumulativni novčani tok	-3.327.854	-2.644.242	-2.138.663	-1.549.997	-932.597	-288.482	384.144	1.087.235	1.822.917	2.593.506
Rok povrata	4 godine									
Diskontna stopa	10,00%									
Neto sadašnja vrijednost (NPV)	904.233 €									
Interna stopa rentabilnosti (IRR)	15,73%									

Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

Neto sadašnja vrijednost (NPV) predstavlja razliku između diskontiranih budućih novčanih priljeva i početnog ulaganja. NPV pokazuje koliku dodatnu vrijednost investicijski projekt stvara za poduzeće, uzimajući u obzir vremensku vrijednost novca. Pri izračunu NPV-a svi budućí novčani tokovi diskontiraju se na sadašnju vrijednost primjenom odgovarajuće diskontne stope. U ovom radu korištena je diskontna stopa od 10 %, koja odražava procijenjeni trošak kapitala, ali i razinu rizika povezanog s realizacijom projekta. Odabir diskontne stope iznimno je važan jer izravno utječe na vrijednost NPV-a, pri čemu viša stopa smanjuje sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova, dok niža stopa povećava procijenjenu vrijednost projekta.

Izračunom je utvrđeno da neto sadašnja vrijednost iznosi **904.233 EUR**, što predstavlja prihvatljiv rezultat. Takva vrijednost ukazuje na to da projekt generira novčane priljeve koji nadmašuju inicijalno ulaganje, čak i nakon što su svi budućí tokovi diskontirani na sadašnju vrijednost. Drugim riječima, projekt ne samo da vraća uložena sredstva, već stvara dodatnu vrijednost za poduzeće.

Pozitivan NPV smatra se osnovnim kriterijem prihvatljivosti investicije. U ovom slučaju visoka vrijednost NPV-a dodatno potvrđuje da projekt ima snažan potencijal stvaranja vrijednosti te da je financijski opravdan. Također, takav rezultat upućuje na relativno nizak rizik investicije u odnosu na očekivane koristi.

Interna stopa rentabilnosti (IRR) predstavlja diskontnu stopu pri kojoj je neto sadašnja vrijednost projekta jednaka nuli. IRR pokazuje maksimalnu stopu povrata koju projekt može ostvariti prije nego što postane neisplativ.

IRR je posebno koristan pokazatelj jer omogućuje usporedbu različitih investicijskih projekata bez obzira na njihovu veličinu. U praksi se investicija smatra prihvatljivom ako je IRR viša od tražene stope prinosa, odnosno oportunitetnog troška kapitala. U kontekstu ovog projekta, može se zaključiti da je taj uvjet zadovoljen.

Razdoblje povrata ulaganja predstavlja vrijeme potrebno da kumulativni novčani tok postane pozitivan, odnosno da se inicijalno ulaganje u potpunosti vrati kroz ostvarene novčane priljeve. Ovaj pokazatelj posebno je važan s aspekta likvidnosti i rizika, jer kraće razdoblje povrata znači brži povrat uložениh sredstava i manju izloženost neizvjesnosti.

Prema izračunu temeljenom na projekciji novčanih tokova, razdoblje povrata investicije iznosi sedam godina. Kumulativni novčani tok prelazi u pozitivnu vrijednost u sedmoj godini, što ukazuje na prihvatljivo razdoblje povrata ulaganja s obzirom na prirodu i veličinu investicije.

Takav rezultat može se smatrati vrlo povoljnim, osobito u kontekstu industrijskih investicija koje često zahtijevaju duže razdoblje povrata. Brži povrat ulaganja smanjuje rizik investicije te povećava njezinu atraktivnost, osobito iz perspektive financijskih institucija i potencijalnih investitora.

Analiza pokazatelja isplativosti ukazuje na financijsku opravdanost investicijskog projekta. Pozitivna i visoka neto sadašnja vrijednost, očekivana interna stopa rentabilnosti iznad diskontne stope te relativno kratko razdoblje povrata ulaganja zajedno potvrđuju da projekt generira značajne ekonomske koristi.

Nadalje, stabilni i rastući novčani tokovi kroz cijelo promatrano razdoblje ukazuju na dugoročnu održivost projekta i njegovu otpornost na potencijalne promjene u poslovnom okruženju. Uzimajući u obzir sve navedeno, može se zaključiti da investicija ne samo da zadovoljava osnovne kriterije prihvatljivosti, već predstavlja i kvalitetnu priliku za daljnji razvoj poslovanja, što je ujedno i glavni motiv poduzetnika za daljnje investicije, odnosno za njih je iznimno važno kako bi zadržali i povećali tržišni udio.

Provedena analiza potvrđuje kako investicijski projekt generira dodatnu vrijednost, osigurava povrat uložених sredstava u razmjerno kratkom roku te doprinosi jačanju financijske stabilnosti i konkurentnosti poduzeća.

4.5. Utjecaj investicijskog projekta na financijsku poziciju poduzeća

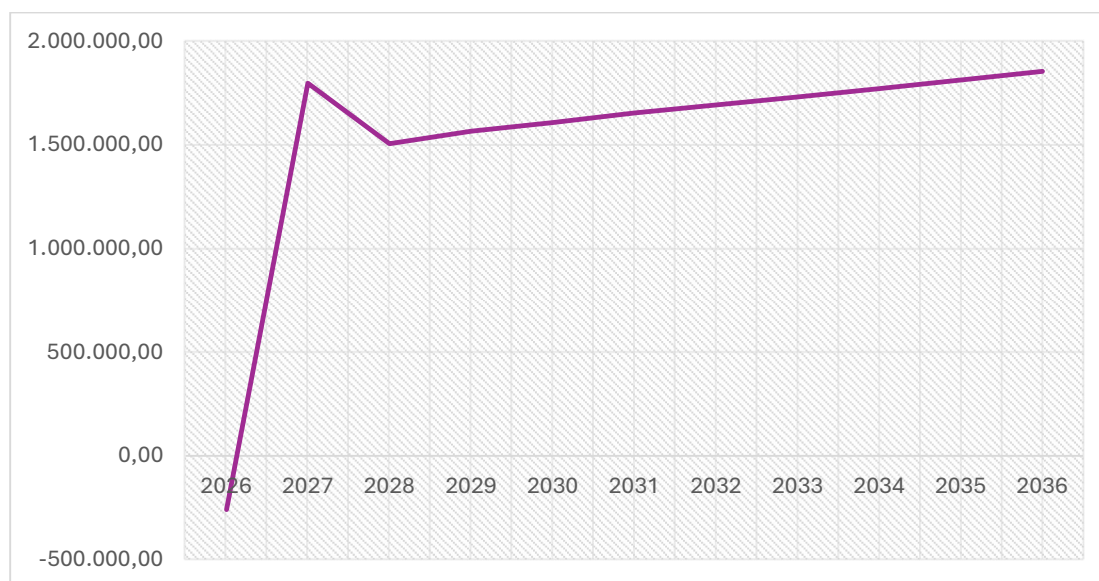
Važan dio istraživanja predstavlja analiza utjecaja planirane investicije na financijsku strukturu poduzeća te njegovu sposobnost urednog servisiranja preuzetih obveza. Prethodni dio rada bio je usmjeren na prikaz postojećeg poslovanja, na projekcije poslovanja i isplativost ulaganja, dok je u ovom dijelu naglasak stavljen na procjenu financijskog rizika i dugoročne stabilnosti poslovanja.

4.5.2. Kretanje novčanih tokova i likvidnost

Za procjenu financijske održivosti investicijskog projekta ključno je analizirati kretanje novčanih tokova, budući da oni predstavljaju osnovu za podmirenje svih obveza poduzeća te osiguravaju kontinuitet poslovanja.

Grafikon 1 prikazuje kretanje neto novčanog toka projekta u promatranom razdoblju 2026.-2036., čime se ilustrira dinamika likvidnosti i sposobnost generiranja novčanih sredstava nakon realizacije investicije.

Grafikon 1. Kretanje neto novčanog toka (2026. - 2036.)



Izvor: Izrada autorice prema internim podacima poduzeća

Iz prikazanog grafikona vidljivo je da u početnoj godini investicije (2026.) poduzeće ostvaruje negativan neto novčani tok, što je rezultat investicijskih ulaganja povezanih s realizacijom projekta. Negativan neto novčani tok je tipičan za investicijske projekte u fazi implementacije, kada su novčani odljevi veći od operativnih priljeva.

Već u prvoj godini nakon realizacije investicije, dolazi do značajnog poboljšanja novčanog toka, koji prelazi u pozitivnu vrijednost, čime se potvrđuje sposobnost projekta da generira dostatne novčane priljeve.

U razdoblju od 2028. do 2036. godine neto novčani tok bilježi stabilan i kontinuiran rast. Pozitivan i stabilan novčani tok rezultat je povećanja proizvodnih kapaciteta, bolje iskorištenosti resursa te širenja proizvodnog asortimana, što pozitivno utječe na operativnu učinkovitost i razinu prihoda.

Stabilan rast novčanih tokova ukazuje na sposobnost poduzeća da iz redovitog poslovanja generira dostatna sredstva za financiranje tekućih aktivnosti i uredno podmirenje financijskih obveza. Time se potvrđuje zadovoljavajuća razina likvidnosti i financijske stabilnosti projekta u promatranom razdoblju.

Važno je naglasiti kako se analiza temelji na ukupnom poslovanju poduzeća koje već posluje i generira prihode, a ne isključivo na izoliranim učincima investicije. Takav pristup omogućuje realniju procjenu likvidnosti, budući da investicija djeluje kao integrirani dio postojećeg poslovnog sustava.

4.5.3. Podmirenje obveza i dugoročna otpornost na rizike

Sposobnost podmirenja obveza i otpornost poduzeća na rizike u poslovnom okruženju dva su međusobno povezana aspekta financijske održivosti investicijskog projekta. Prvi se odnosi na trenutnu sposobnost generiranja dovoljnih novčanih tokova za podmirenje preuzetih obveza, dok drugi obuhvaća dugoročnu stabilnost te sposobnosti u uvjetima promjena u tržišnom i makroekonomskom okruženju. U nastavku se ova dva aspekta razmatraju cjelovito.

Sposobnost poduzeća da uredno podmiruje svoje financijske obveze predstavlja ključan element procjene financijske održivosti investicijskog projekta. U ovom radu navedena sposobnost analizira se kroz odnos operativnog novčanog toka i financijskih rashoda, pri čemu operativni novčani tok predstavlja temeljni izvor sredstava za podmirenje obveza.

Za razliku od formalnih pokazatelja poput DSCR-a, čiji izračun zahtijeva detaljne podatke o ukupnim obvezama po osnovi duga (uključujući otplate glavnice i sve postojeće kreditne aranžmane), u ovom slučaju analiza se temelji na dostupnim projekcijama operativnog novčanog toka i troškova kamata. Takav pristup omogućuje realnu procjenu sposobnosti poduzeća da podmiruje financijske rashode, uz istovremeno izbjegavanje metodoloških ograničenja povezanih s nepotpunim podacima o ukupnoj strukturi duga.

Projekcije pokazuju kako operativni novčani tok tijekom cijelog promatranog razdoblja višestruko premašuje iznose troškova kamata, što upućuje na visoku razinu sigurnosti u podmirenju financijskih obveza. Već u prvoj godini nakon realizacije investicije dolazi do značajnog povećanja operativnog novčanog toka, što dodatno jača likvidnosnu poziciju poduzeća i smanjuje relativno opterećenje financijskih rashoda.

Visoke vrijednosti pokrića ukazuju na to da poduzeće raspolaže značajnom financijskom rezervom za podmirenje obveza po osnovi kamata. Takav odnos između novčanih tokova i financijskih rashoda karakterističan je za poduzeća s niskom razinom financijskog rizika i stabilnim poslovnim modelom.

Istovremeno, iz prikaza tekućeg stanja razvidno je kako poduzeće kontinuirano koristi kratkoročne izvore financiranja kao sastavni dio svoje financijske strukture, pri čemu se kratkoročna zaduženja koriste za financiranje tekućeg poslovanja. Takva praksa upućuje na operativni model u kojem se obrtna sredstva djelomično osiguravaju kroz kratkoročne obveze, što je uobičajeno u proizvodnim djelatnostima s intenzivnim ciklusom obrtnog kapitala.

Unatoč prisutnosti relativno visokih kratkoročnih obveza, stabilni i rastući operativni novčani tokovi ukazuju na to da poduzeće raspolaže dostatnom likvidnošću za njihovo uredno podmirenje. Time se potvrđuje da razina kratkoročne zaduženosti ne predstavlja strukturni rizik, već dio uobičajenog modela financiranja poslovanja koji je podržan adekvatnim novčanim priljevima.

Dodatno, kontinuirani rast operativnog novčanog toka u narednim godinama doprinosi postupnom smanjenju relativnog opterećenja duga, čime se povećava financijska sigurnost i fleksibilnost poslovanja.

Pored kratkoročne sposobnosti servisiranja obveza, jednako je važan i širi pogled na održivost zaduženosti u kontekstu rizika koji proizlaze iz tržišnog i makroekonomskog okruženja. U nastavku se zato razmatra dugoročna otpornost poslovnog modela na potencijalne nepovoljne čimbenike.

Održivost zaduženosti ne promatra se isključivo kroz apsolutnu razinu duga, već kroz sposobnost poduzeća da dugoročno generira stabilne i dostatne novčane tokove za njegovo podmirenje. U tom kontekstu, ključni pokazatelj održivosti predstavlja dinamika operativnog poslovanja i njegova sposobnost prilagodbe promjenama u okruženju.

Analiza projekcija pokazuje da investicija doprinosi povećanju prihoda, boljem iskorištenju proizvodnih kapaciteta i postizanju ekonomije obujma, što rezultira smanjenjem jediničnih troškova i povećanjem operativne učinkovitosti. Time se stvara čvrsta osnova za dugoročnu stabilnost novčanih tokova.

Unatoč pozitivnim projekcijama, važno je uzeti u obzir i potencijalne rizike koji mogu utjecati na održivost poslovanja. Među najznačajnijima izdvajaju se rast cijena sirovina i energenata, povećanje troškova rada uslijed nedostatka radne snage te poremećaji u lancima opskrbe.

Dodatno, geopolitičke napetosti, osobito u kontekstu energetske sigurnosti i globalnih trgovinskih tokova, mogu imati neizravan utjecaj na troškovnu strukturu i stabilnost poslovanja.

Stabilan i kontinuirano rastući operativni novčani tok ukazuje na sposobnost poduzeća da apsorbira potencijalne negativne utjecaje iz okruženja te održava stabilnost poslovanja u uvjetima povećane neizvjesnosti. Takva dinamika novčanih tokova potvrđuje otpornost poslovnog modela i njegovu prilagodljivost promjenama u ekonomskom i tržišnom okruženju.

Istovremeno, za daljnje jačanje konkurentnosti i osiguranje stabilnog rasta poslovanja, realizacija planirane investicije pokazuje se kao nužan preduvjet. Ulaganje u povećanje

proizvodnih kapaciteta, modernizaciju procesa i unapređenje operativne učinkovitosti omogućuje poduzeću da odgovori na rastuće zahtjeve tržišta, optimizira troškovnu strukturu te dugoročno osigura održivost novčanih tokova i poslovanja u cjelini.

4.5.4 ESG aspekt održivosti investicije

Analiza zaduženosti i održivosti investicijskog projekta u ovom radu nadopunjena je ESG pristupom, koji omogućuje šire sagledavanje učinaka investicije izvan okvira tradicionalnih financijskih pokazatelja. Integracijom okolišnih, društvenih i upravljačkih čimbenika dobiva se cjelovitija slika dugoročne održivosti poslovanja.

Upravljačka dimenzija ESG-a odnosi se na kvalitetu korporativnog upravljanja, transparentnost poslovanja te učinkovitost upravljanja rizicima. U kontekstu analiziranog investicijskog projekta, stabilni i rastući novčani tokovi, zajedno s održivom razinom zaduženosti, ukazuju na postojanje odgovornog i strateški usmjerenog financijskog upravljanja. Poduzeće koje planira investiciju na način da osigura ravnotežu između rasta i financijske stabilnosti demonstrira visoku razinu upravljačke discipline. Konzervativne pretpostavke korištene u projekcijama dodatno potvrđuju oprezan pristup upravljanju rizicima, što je osobito važno u uvjetima neizvjesnosti na tržištu.

Okolišna dimenzija ESG-a odnosi se na utjecaj poslovanja na okoliš, uključujući potrošnju energije, emisije stakleničkih plinova i korištenje resursa. U analiziranom projektu, ulaganje u modernizaciju proizvodnje i instalaciju solarne elektrane predstavlja ključan element okolišne održivosti. Time se postiže smanjenje potrošnje energije i povećanje energetske učinkovitosti, što rezultira nižim operativnim troškovima i smanjenjem izloženosti volatilnosti cijena energenata. U uvjetima povećane energetske neizvjesnosti, takva ulaganja imaju i stratešku važnost jer povećavaju otpornost poslovanja.

Društvena dimenzija ESG-a obuhvaća odnos poduzeća prema zaposlenicima, lokalnoj zajednici i širem društvenom okruženju. U analiziranom slučaju, investicija doprinosi stabilnosti poslovanja i očuvanju radnih mjesta, što je posebno značajno u kontekstu aktualnih kretanja na tržištu rada. U uvjetima nedostatka radne snage i rasta plaća, stabilno poslovanje predstavlja važan faktor društvene održivosti. Poduzeće koje uspijeva osigurati kontinuitet poslovanja i rast proizvodnje istovremeno doprinosi stabilnosti zaposlenja i lokalnog gospodarstva.

Integracija ESG čimbenika u analizu pokazuje da investicija ne doprinosi samo financijskoj isplativosti, već i jačanju otpornosti poslovnog modela. Stabilni novčani tokovi, povećana

operativna učinkovitost i pozitivni društveni učinci zajedno ukazuju na dugoročnu održivost investicije.

4.6. Zaključna ocjena projekta

Na temelju provedene analize može se zaključiti da investicijski projekt ne narušava financijsku stabilnost poduzeća, unatoč početnom povećanju razine zaduženosti koje je karakteristično za investicijsku fazu.

Stabilni i rastući operativni novčani tokovi osiguravaju dostatna sredstva za uredno podmirenje financijskih obveza, dok struktura financiranja, koja uključuje bespovratna sredstva, dodatno smanjuje ukupni financijski rizik. Istovremeno, investicija doprinosi povećanju operativne učinkovitosti, jačanju konkurentnosti i poboljšanju troškovne strukture poduzeća.

Uzimajući u obzir financijske pokazatelje, dinamiku novčanih tokova, otpornost na rizike te ESG aspekte, može se zaključiti da investicija predstavlja financijski održiv i dugoročno opravdan projekt, koji doprinosi stabilnom i održivom razvoju poduzeća.

5. Rasprava

Analitički okvir ovog rada nadilazi pristup koji se oslanja isključivo na kvantitativne pokazatelje, poput projekcija novčanih tokova, neto sadašnje vrijednosti (NPV) i razdoblja povrata investicije, te uključuje i relevantne kvalitativne determinante koje značajno utječu na ukupnu ocjenu investicijskog projekta. Takav integrirani pristup omogućuje sveobuhvatnije sagledavanje financijske i ekonomske opravdanosti ulaganja, uzimajući u obzir njegovu stabilnost, otpornost i dugoročnu održivost.

Analiza obuhvaća industrijske specifičnosti, tržišne trendove, strukturu odnosa s ključnim dionicima te šire makroekonomsko okruženje, čiji utjecaj može značajno determinirati realizaciju planiranih projekcija. Time se investicija sagledava kao strateški mehanizam stvaranja vrijednosti koji nadilazi okvire kratkoročnih financijskih povrata.

U suvremenim uvjetima poslovanja, obilježenima povećanom razinom neizvjesnosti, inflacijskim pritiscima i izraženim geopolitičkim napetostima, procjena održivosti investicije zahtijeva širi analitički okvir. Globalni poremećaji u opskrbnim lancima, volatilnost cijena energenata te promjene u međunarodnim trgovinskim odnosima izravno utječu na troškovnu strukturu i stabilnost poslovanja poduzeća. U takvim okolnostima, sposobnost generiranja stabilnih novčanih tokova i prilagodbe poslovnog modela postaje ključan čimbenik dugoročne održivosti.

5.1. Financijska struktura i održivost zaduženosti u uvjetima neizvjesnosti

Jedan od ključnih elemenata procjene dugoročne održivosti jest financijska struktura investicije, budući da izravno utječe na razinu financijskog rizika, stabilnost poslovanja te sposobnost poduzeća da uredno financira preuzete obveze. U analiziranom slučaju investicija se financira kombinacijom bespovratnih sredstava iz fondova Europske unije i dugoročnog bankovnog kredita, pri čemu udio bespovratnih sredstava iznosi približno 31,63 % novog ulaganja, a preostali dio osigurava se kreditnim zaduženjem. S obzirom na pravila EU natječaja, bespovratna sredstva ne generiraju obvezu povrata niti trošak financiranja kapitala, zbog čega se u financijskoj analizi mogu tretirati kao vlastita sredstva poduzeća. Time se izravno smanjuje ukupno financijsko opterećenje projekta i poboljšava njegova dugoročna održivost.

Takva struktura financiranja može se ocijeniti relativno uravnoteženom, budući da uključivanje bespovratnih sredstava značajno smanjuje potrebu za dodatnim zaduživanjem te ublažava financijsku polugu projekta. Istovremeno, korištenje kreditnog financiranja omogućuje realizaciju investicije bez značajnog narušavanja likvidnosti poduzeća, što je posebno važno u kapitalno intenzivnim industrijama poput proizvodnje bezalkoholnih pića.

Analiza novčanih tokova pokazuje da projekt nakon početne investicijske faze generira stabilne i rastuće operativne novčane tokove, koji predstavljaju ključan izvor za financiranje obveza. Iako je u početnoj godini prisutan negativan novčani tok uslijed visokih investicijskih izdataka, već u narednim razdobljima dolazi do stabilizacije i kontinuiranog rasta likvidnosti. Ovakva dinamika ukazuje na sposobnost poduzeća da relativno brzo apsorbira početni financijski pritisak te osigura održivo servisiranje duga kroz operativno poslovanje.

U prethodno opisanim uvjetima povećane neizvjesnosti, posebnu pozornost zaslužuje otpornost financijske strukture na potencijalne šokove, prije svega promjene kamatnih stopa te rast cijena energenata i sirovina, koji mogu značajno utjecati na operativnu profitabilnost. Stoga se procjena održivosti zaduženosti ne može temeljiti isključivo na projekcijama u stabilnim uvjetima poslovanja.

Umjerena razina zaduženosti u kombinaciji s pozitivnim operativnim rezultatima predstavlja važan zaštitni mehanizam. Poduzeće, koje već u početnoj fazi ulazi u investicijski ciklus s relativno stabilnom financijskom pozicijom i očuvanom profitabilnošću, ima veću sposobnost prilagodbe nepovoljnim tržišnim kretanjima. Dodatno, diversificirana struktura prihoda, uključujući rastući udio izvoza, smanjuje koncentracijski rizik i doprinosi stabilnosti novčanih tokova.

U uvjetima povećane makroekonomske i geopolitičke neizvjesnosti, održivost zaduženosti sve se više povezuje s fleksibilnošću poslovnog modela i sposobnošću poduzeća da prilagodi troškovnu strukturu i operativne procese. Investicije usmjerene na povećanje energetske učinkovitosti, modernizaciju proizvodnje i optimizaciju resursa, poput promatrane investicije, u tom smislu imaju dodatnu vrijednost jer smanjuju operativne troškove i povećavaju otpornost poslovanja.

Može se zaključiti kako analizirana financijska struktura, uz postojeće pretpostavke i projekcije, osigurava održivu razinu zaduženosti te omogućuje stabilno podmirenje obveza u dugom roku. Međutim, konačna održivost investicije ovisit će o sposobnosti poduzeća da očuva operativnu

profitabilnost i prilagodi se promjenama u poslovnom okruženju, što dodatno naglašava važnost kontinuiranog upravljanja financijskim rizicima.

5.2. Konkurentnost poduzeća i diverzifikacija poslovanja u kontekstu tržišnih promjena

Na konkurentnost poduzeća investicija ima značajan utjecaj, osobito kroz povećanje proizvodnih kapaciteta i modernizaciju proizvodnih procesa. Uvođenjem nove opreme i tehnoloških rješenja omogućuje se veća operativna učinkovitost, smanjenje jediničnih troškova te povećanje fleksibilnosti proizvodnje, što je ključno u uvjetima sve izraženije tržišne dinamike.

Industrija bezalkoholnih pića obilježena je visokom razinom konkurencije, ali i kontinuiranim promjenama potrošačkih preferencija, koje se sve više usmjeravaju prema raznovrsnijim, funkcionalnim i održivim proizvodima. U takvom okruženju, sposobnost brzog prilagođavanja proizvodnog procesa, razvoja novih proizvoda te prilagodbe različitim zahtjevima kupaca predstavlja jedan od ključnih izvora konkurentske prednosti.

U svjetlu navedenih čimbenika, analizirana investicija omogućuje poduzeću ne samo povećanje volumena proizvodnje, već i proširenje proizvodnog asortimana te prilagodbu različitim formatima i vrstama ambalaže. Takva fleksibilnost osobito je važna u poslovnom modelu koji se temelji na proizvodnji za robne marke trgovačkih lanaca, gdje kupci zahtijevaju visoku razinu prilagodljivosti, pouzdanosti isporuke i strogo poštivanje standarda kvalitete (Gazzola i sur., 2024).

Proizvodnja za robne marke doprinosi stabilnosti prihoda kroz dugoročne ugovorne odnose, ali istovremeno povećava pritisak na operativnu učinkovitost i troškovnu konkurentnost. U takvim uvjetima, investicija u modernizaciju proizvodnje postaje nužan preduvjet za očuvanje postojećih poslovnih odnosa, ali i za sklapanje novih ugovora s kupcima na domaćem i inozemnom tržištu.

Povećanje proizvodnih kapaciteta omogućuje poduzeću iskorištavanje postojećih tržišnih prilika, osobito u kontekstu rasta izvozne aktivnosti i povećane potražnje od strane ključnih kupaca, što je već identificirano u empirijskom dijelu rada. Time se smanjuje rizik gubitka tržišnog udjela zbog ograničenih kapaciteta, što je često jedan od ključnih ograničavajućih čimbenika rasta u proizvodnim poduzećima.

Uz povećanje kapaciteta, poseban značaj u konkurentskoj strategiji ima diverzifikacija proizvodnog asortimana. Kontinuirana ulaganja u proizvodne kapacitete, uz istodobno širenje proizvodnog asortimana, predstavljaju jedan od ključnih elemenata dugoročne održivosti poslovanja, osobito u industrijama koje karakterizira visoka razina konkurencije i promjenjiva struktura potražnje. Diverzifikacija proizvodnje omogućuje smanjenje ovisnosti o pojedinim proizvodnim linijama i tržištima, čime se ublažava izloženost poduzeća specifičnim tržišnim rizicima. U analiziranom slučaju, modernizacija proizvodnje stvara preduvjete za ulazak u nove tržišne segmente i razvoj proizvoda s većom dodanom vrijednošću, čime se diverzificira izvor prihoda i smanjuje izloženost oscilacijama na pojedinačnim segmentima tržišta.

U uvjetima povećane tržišne neizvjesnosti, koja proizlazi iz promjena potrošačkih preferencija, rasta troškova i sve izraženije globalne konkurencije, širina i prilagodljivost ponude postaju ključni čimbenici otpornosti poslovnog modela. Poduzeća koja raspolažu raznovrsnim proizvodnim portfeljem imaju veću sposobnost prilagodbe promjenama u potražnji, čime smanjuju rizik značajnih oscilacija u prihodima (Eccles, Ioannou i Serafeim, 2014). Diverzifikacija poslovanja pozitivno utječe i na stabilnost odnosa s ključnim kupcima, osobito u modelu proizvodnje za robne marke trgovačkih lanaca. Šira ponuda omogućuje poduzeću da odgovori na različite zahtjeve kupaca te da produbi postojeće poslovne odnose kroz proširenje suradnje na više proizvodnih kategorija. Time se ne samo povećava volumen poslovanja, već i jača dugoročna stabilnost prihoda.

Važno je naglasiti kako diverzifikacija ne doprinosi isključivo rastu, već i povećanju otpornosti poduzeća na tržišne šokove. U uvjetima promjenjivih ekonomskih okolnosti, poput inflatornih pritisaka ili promjena u strukturi potražnje, poduzeća s raznovrsnim portfeljem proizvoda lakše amortiziraju negativne učinke pojedinih tržišnih kretanja. Važan aspekt konkurentnosti odnosi se i na sposobnost poduzeća da upravlja troškovima u uvjetima rastućih cijena inputa, osobito energenata, sirovina i ambalaže. Modernizacija proizvodnih procesa i ulaganja u učinkovitiju opremu doprinose smanjenju operativnih troškova te povećavaju otpornost poduzeća na tržišne šokove, čime se dodatno jača njegova konkurentna pozicija.

Može se utvrditi kako analizirana investicija ima višedimenzionalan utjecaj na konkurentnost poduzeća. Osim izravnog povećanja proizvodnih kapaciteta i operativne učinkovitosti, investicija omogućuje bolju prilagodbu tržišnim zahtjevima, jačanje odnosa s ključnim kupcima, diverzifikaciju izvora prihoda te povećanje fleksibilnosti poslovnog modela. Time se investicija potvrđuje kao ključan instrument očuvanja i unapređenja tržišne pozicije poduzeća u uvjetima dinamičnih i neizvjesnih tržišnih promjena.

5.3. Energetska učinkovitost u kontekstu geopolitičkih kretanja

U okviru analizirane investicije, unapređenje energetske učinkovitosti zauzima važno mjesto, pri čemu se ističe ulaganje u solarnu elektranu kao održivi izvor energije. Ovaj segment investicije dobiva dodatnu stratešku važnost u uvjetima povećane nestabilnosti na globalnom energetsom tržištu, uzrokovane recentnim geopolitičkim kretanjima.

Energetski intenzivne industrije, među kojima i industrija bezalkoholnih pića, posebno su izložene rastu cijena i volatilnosti energetske tržišta, budući da energija predstavlja značajan udio u ukupnim operativnim troškovima (International Energy Agency, 2022). Upravo u takvim okolnostima ulaganje u vlastite obnovljive izvore dobiva dodatnu stratešku težinu.

U okolnostima povećane neizvjesnosti na energetske tržištima, ulaganje u vlastite izvore energije predstavlja strateški odgovor na povećanu razinu rizika. Instalacija solarne elektrane omogućuje smanjenje ovisnosti o vanjskim dobavljačima energije, stabilizaciju troškova te povećanje predvidivosti poslovanja u dugom roku. Time se ne samo smanjuje izloženost cjenovnim šokovima, već se i povećava otpornost poduzeća na buduće poremećaje na energetsom tržištu.

Dodatno, ulaganje u energetske učinkovitost ima i značajan operativni učinak, budući da doprinosi smanjenju ukupnih troškova poslovanja te povećanju profitabilnosti kroz smanjenje jediničnih troškova proizvodnje. U kombinaciji s modernizacijom proizvodnih procesa, ovakva ulaganja omogućuju ostvarenje ekonomije obujma i povećanje ukupne učinkovitosti poslovanja.

Osim financijskih i operativnih učinaka, investicija u obnovljive izvore energije doprinosi i okolišnoj održivosti poslovanja, što je u skladu s europskim regulatornim okvirom usmjerenim na smanjenje emisija ugljika i energetske tranziciju. Politike Europske unije, uključujući Europski zeleni plan, naglašavaju potrebu za smanjenjem emisija stakleničkih plinova i povećanjem udjela obnovljivih izvora energije, čime ovakve investicije dobivaju dodatnu stratešku i regulatornu dimenziju (European Commission, 2021).

Uzimajući u obzir sve navedeno, može se zaključiti da ulaganje u energetske učinkovitost nadilazi isključivo financijsku komponentu te predstavlja važan element dugoročne održivosti i konkurentnosti poduzeća. U uvjetima povećane geopolitičke i tržišne neizvjesnosti, kontrola troškova energije i smanjenje ovisnosti o vanjskim izvorima postaje jedan od ključnih čimbenika stabilnosti i otpornosti poslovnog modela.

6. Zaključak

Provedeno istraživanje imalo je za cilj procijeniti financijsku održivost ulaganja u industriji bezalkoholnih pića na primjeru proizvodnog poduzeća koje planira modernizaciju proizvodnih kapaciteta u ukupnoj vrijednosti od približno 1,23 milijuna eura. Primjenom dinamičkih metoda vrednovanja investicija, analize strukture financiranja te integracijom kvalitativnih čimbenika rizika i ESG dimenzija, dobiveni su nalazi koji omogućuju cjelovit odgovor na postavljena istraživačka pitanja.

Rezultati pokazuju da analizirani investicijski projekt ostvaruje neto sadašnju vrijednost od 904 tis eura, internu stopu rentabilnosti od 15,73 %, koja znatno premašuje primijenjeni trošak kapitala od 10 %, te razdoblje povrata od sedam godina. Pozitivne vrijednosti svih triju ključnih pokazatelja, uz stabilne i rastuće projekcije operativnih novčanih tokova u razdoblju 2026.-2036. godine, potvrđuju ekonomsku opravdanost ulaganja te jasno odgovaraju na središnje istraživačko pitanje; planirana investicija jest financijski održiva, uz pretpostavku ostvarenja projiciranih operativnih i tržišnih uvjeta.

S obzirom na pitanje omogućuje li odabrani model financiranja održivu razinu zaduženosti, analiza je pokazala da kombinacija bespovratnih sredstava EU fondova u udjelu od 31,63 % i dugoročnog bankovnog kredita u udjelu od 68,37 % osigurava uravnoteženu strukturu kapitala. Uključivanje EU potpore značajno smanjuje potrebu za dodatnim zaduživanjem i ublažava opterećenje novčanih tokova u investicijskoj fazi, dok projicirani operativni novčani tokovi višestruko premašuju iznose financijskih rashoda, što ukazuje na visoku razinu sigurnosti u servisiranju obveza.

U pogledu doprinosa ESG čimbenika dugoročnoj održivosti, analiza potvrđuje da ulaganja u modernizaciju proizvodnih procesa i instalaciju solarne elektrane rezultiraju smanjenjem operativnih troškova, smanjenjem ovisnosti o vanjskim dobavljačima energije te smanjenjem izloženosti regulatornim rizicima u kontekstu EU taksonomije i CSRD-a. Time se jača dugoročna otpornost poslovnog modela na cjenovne i regulatorne šokove.

Doprinos ovog rada ogleda se u primjeni integriranog pristupa procjeni investicije, koji nadilazi okvire isključivo kvantitativne analize i uključuje širi skup kvalitativnih čimbenika - od tržišnih i geopolitičkih rizika do ESG dimenzija. Analiza pokazuje da ulaganja u povećanje proizvodnih kapaciteta, modernizaciju tehnologije i energetske učinkovitost imaju višestruke pozitivne učinke, koji obuhvaćaju smanjenje operativnih troškova, jačanje konkurentnosti, povećanje

fleksibilnosti proizvodnje te jačanje otpornosti poduzeća na tržišne šokove. Time se potvrđuje da investicijski projekti u suvremenim uvjetima poslovanja moraju biti promatrani kao strateški element razvoja.

Rezultati istraživanja imaju značajne implikacije i za financijske institucije. Projekti koji kombiniraju stabilne novčane tokove, diversificirane izvore prihoda i elemente održivosti predstavljaju kvalitetnije i manje rizične kreditne plasmane, dok uključivanje EU potpora dodatno smanjuje izloženost banaka kreditnom riziku. U uvjetima kada banke sve intenzivnije integriraju ESG kriterije u procjenu kreditne sposobnosti, ovakvi projekti ostvaruju povoljniji pristup financiranju, čime se analizirani slučaj može tumačiti kao primjer dobre prakse u strukturiranju investicija usklađenih sa suvremenim standardima financijskog tržišta.

Na temelju provedene analize moguće je formulirati nekoliko preporuka za daljnje upravljanje investicijom. Prije svega, nužno je osigurati kontinuirani nadzor ostvarenja planiranih financijskih i operativnih pokazatelja, uz redovitu usporedbu projekcija sa stvarnim rezultatima, čime se omogućuje pravovremeno prepoznavanje odstupanja i donošenje korektivnih mjera. Nadalje, preporučuje se razvoj scenarijskih analiza koje uključuju različite varijante kretanja ključnih parametara, posebice cijena energenata, troškova rada i razine potražnje, čime takav pristup u uvjetima povećane neizvjesnosti postaje nužan alat upravljanja rizicima. Konačno, važno je kontinuirano ulagati u operativnu učinkovitost, optimizaciju proizvodnih procesa i racionalno upravljanje resursima, uz posebnu pozornost prema tehnološkim rješenjima koja smanjuju ovisnost o radno intenzivnim procesima u kontekstu rastućih troškova rada.

Provedeno istraživanje obilježeno je određenim metodološkim ograničenjima. Kao istraživanje utemeljeno na studiji slučaja, rad se prvenstveno fokusira na jedno poduzeće iz industrije bezalkoholnih pića, čime je domet generalizacije rezultata ograničen. Financijske projekcije po svojoj prirodi sadrže element nesigurnosti jer počivaju na pretpostavkama o budućim kretanjima prihoda, troškova, kamatnih stopa i tržišnih uvjeta; iako su u radu odabrane konzervativno i usklađene s povijesnim trendovima poduzeća, realne okolnosti mogu odstupati od projiciranih vrijednosti. Dodatno ograničenje predstavlja i smanjena dostupnost podataka o postojećim kreditnim obvezama poduzeća iz javno dostupnih izvora, što djelomično utječe na preciznost analize ukupnog opterećenja duga, dok su ESG dimenzije obrađene pretežno kvalitativno, jer njihova kvantifikacija u kontekstu konkretne investicije iziskuje metodološke pristupe koji nadilaze okvire ovog rada. Naposljetku, projekcije i analize provedene su u svjetlu trenutno važećeg makroekonomskog okruženja i regulatornog okvira, koji se mogu mijenjati tijekom vijeka trajanja projekta, osobito u domeni ESG regulative.

Buduća istraživanja mogla bi se razvijati u nekoliko smjerova. Prvi smjer odnosi se na proširenje analize na više poduzeća iz industrije bezalkoholnih pića, čime bi se omogućila komparativna analiza različitih modela financiranja investicija. Drugi smjer obuhvaća kvantifikaciju ESG čimbenika primjenom specijaliziranih pokazatelja održivog poslovanja, čime bi se nadopunila kvalitativna analiza provedena u ovom radu. Treći smjer mogao bi obuhvatiti višegodišnje praćenje stvarne realizacije investicijskog projekta i usporedbu ostvarenih rezultata s projekcijama, što bi pružilo dragocjen uvid u preciznost primijenjenih metodoloških pristupa.

U konačnici, ovaj rad daje doprinos razumijevanju kako kombinacija temeljite financijske analize, integriranog pristupa procjeni rizika i uvažavanja ESG dimenzija može poslužiti kao metodološki predložak za procjenu financijske održivosti investicijskih projekata u industriji bezalkoholnih pića i srodnim sektorima. U uvjetima sve veće tržišne neizvjesnosti i složenosti poslovnog okruženja, kvalitetna investicijska odluka više se ne može temeljiti isključivo na pojedinačnim financijskim pokazateljima, već zahtijeva sveobuhvatan analitički okvir koji povezuje financijsku održivost, upravljanje rizicima i održivost poslovnog modela u cjelini.

Literatura:

- Atrill, P. (2020). *Financial management for decision makers* (9. izd.). Pearson Education.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2012). *Core principles for effective banking supervision*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf> [pristupljeno: 2. prosinca 2025.].
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2022). *Corporate finance* (6. izd.). Pearson.
- Bestvina Bukvić, I., Basarac Sertić, M., & Harc, M. (2019). Economic impact of government measures: Analysis of the construction sector. U: *Međunarodni znanstveni simpozij Gospodarstvo istočne Hrvatske – jučer, danas, sutra* (str. 260–277).
- Bestvina Bukvić, I., Pekanov, D. i Oberman, M. (2022). *CBA – analiza u javnim investicijskim projektima financiranim iz sredstava Europske unije*. Osijek: Ekonomski fakultet u Osijeku; Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13. izd.). McGraw-Hill Education.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of corporate finance* (3. izd.). McGraw-Hill.
- Chen, L., Wu, W., Zhang, N., Bak, K. H., Zhang, Y., & Fu, Y. (2022). Sugar reduction in beverages: Current trends and new perspectives from sensory and health viewpoints. *Food Research International*, 162, 112076. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0963996922011346> [pristupljeno: 12. travnja 2026.].
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://dash.harvard.edu/server/api/core/bitstreams/7312037c-b178-6bd4-e053-0100007fdf3b/content> [pristupljeno: 12. travnja 2026.].
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. izd.). Wiley.
- Damodaran, A. (2026). *Margins by sector (US)*. NYU Stern School of Business. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html [pristupljeno: 11. travnja 2026.].

- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/SSRN-id1964011_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf [pristupljeno: 7. travnja 2026.].
- European Commission. (2020). *A farm to fork strategy for a fair, healthy and environmentally-friendly food system* (COM(2020) 381). https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:ea0f9f73-9ab2-11ea-9d2d-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF [pristupljeno: 7. travnja 2026.].
- European Commission. (2021). *The European Green Deal*. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en [pristupljeno: 22. ožujka 2026.].
- European Commission. (2023). *Employment and social developments in Europe 2023*. Publications Office of the European Union. <https://op.europa.eu/webpub/empl/esde-2023/> [pristupljeno: 22. ožujka 2026.].
- European Commission. (2024). *Tackling labour and skills shortages in the EU*. https://commission.europa.eu/news-and-media/news/tackling-labour-and-skills-shortages-eu-2024-03-20_en [pristupljeno: 22. ožujka 2026.].
- Europska unija. (2022). *Direktiva 2022/2464/EU Europskog parlamenta i Vijeća o korporativnom izvještavanju o održivosti (CSRD)*. Službeni list Europske unije. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022L2464> [pristupljeno: 28. ožujka 2026.].
- Eurotax. (2025). *Sugar taxes in the European Union*. <https://www.eurotax.fr/en/sugar-taxes-in-the-european-union/> [pristupljeno: 9. travnja 2026.].
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917> [pristupljeno: 25. ožujka 2026.].
- Gazzola, P., Pavione, E., Amelio, S., & Mauri, M. (2024). Sustainable strategies and value creation in the food and beverage sector: The case of large listed European companies. *Sustainability*, 16(22), 9798. <https://www.mdpi.com/2071-1050/16/22/9798> [pristupljeno: 25. ožujka 2026.].
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of*

- Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://www.msci.com/downloads/web/msci-com/research-and-insights/blog-post/msci-esg-indexes-underperformed-but-met-esg-objectives/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf> [pristupljeno: 25. ožujka 2026.].
- HANFA. (2023). *Održivo financiranje i ESG standardi: Godišnje izvješće 2023*. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. https://www.hanfa.hr/media/c51krbwe/godi%C5%A1nje-izvje%C5%A1%C4%87e_2023.pdf [pristupljeno: 21. ožujka 2026.].
- Hrvatska narodna banka. (2025). *Polugodišnja informacija, 1. polugodište 2025*. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=9f4f8f7a-bf87-f2ab-432b-9f35e344b79e&groupId=20182 [pristupljeno: 21. ožujka 2026.].
- Interna dokumentacija poduzeća (2025). Neobjavljeni interni materijali korišteni uz dopuštenje poduzeća.
- International Energy Agency. (2022). *World energy outlook 2022*. <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2022> [pristupljeno: 22. ožujka 2026.].
- International Monetary Fund. (2023). *World economic outlook: Navigating global divergences*. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2023/october/english/text.pdf> [pristupljeno: 22. ožujka 2026.].
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). *Corporate sustainability: First evidence on materiality*. https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/CorporateSustainability_Firstevidenceonmateriality_Khan_Serafeim_Yoon_February2015.pdf [pristupljeno: 14. travnja 2026.].
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://www.jstor.org/stable/2978343>
- López-Cabarcos, M. Á., Piñeiro-Chousa, J., Quiñoá-Piñeiro, L., & López-Pérez, M. L. (2024). Water and waste management strategies as drivers of the financial performance of food companies. *Technological Forecasting and Social Change*, 200, 123138. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0040162523008235> [pristupljeno: 15. siječnja 2026.].
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

- https://pesquisa-caesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf [pristupljeno: 15. siječnja 2026.].
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. https://www.uni-hohenheim.de/fileadmin/einrichtungen/bank/Investment_Banking/myers_majluf_1984.pdf [pristupljeno: 15. siječnja 2026.].
- OECD. (2020). *ESG investing and climate transition*. OECD Publishing. https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/04/esg-investing-and-climate-transition_185db50c/a2fc6c39-en.pdf [pristupljeno: 21. ožujka 2026.].
- Popkin, B. M., & Hawkes, C. (2016). Sweetening of the global diet, particularly beverages: Patterns, trends, and policy responses. *The Lancet Diabetes & Endocrinology*, 4(2), 174–186. [https://www.thelancet.com/journals/landia/article/PIIS2213-8587\(15\)00419-2/abstract?referrer=https%25253A%25252F%25252Fwww.google.com%25252F&pgtype=article&contentCollection=meter-links-click&module=meter-Links&contentId=&action=click&priority=true&mediaId=&version=meter+at+4](https://www.thelancet.com/journals/landia/article/PIIS2213-8587(15)00419-2/abstract?referrer=https%25253A%25252F%25252Fwww.google.com%25252F&pgtype=article&contentCollection=meter-links-click&module=meter-Links&contentId=&action=click&priority=true&mediaId=&version=meter+at+4) [pristupljeno: 21. ožujka 2026.].
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2019). *Fundamentals of corporate finance* (13. izd.). McGraw-Hill.
- Starčević, D. P. (2013). Koristi primjene ABC metode u hrvatskim poduzećima. *Ekonomski vjesnik / Econviews: Osvrt na suvremena pitanja poslovanja, poduzetništva i gospodarstva*, 26(1), 149–159.
- Statista. (2025). *Non-alcoholic drinks – Europe*. <https://www.statista.com/outlook/cmo/non-alcoholic-drinks/europe> [pristupljeno: 9. travnja 2026.].
- Tidjani, F., Selten, M., & van Galen, M. (2025). *The EU food and drink industry: A competitiveness analysis* (Report 2025-035). Wageningen Social & Economic Research. <https://doi.org/10.18174/689558> [pristupljeno: 1. prosinca 2025.].
- World Health Organization. (2024). *Fiscal policies to promote healthy diets: WHO guideline*. World Health Organization. <https://iris.who.int/server/api/core/bitstreams/415d64be-b138-4498-b2d6-659bb8970449/content> [pristupljeno: 10. travnja 2026.].

Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Ježovita, A., & Žager, L. (2017). *Analiza financijskih izvještaja: Načela, postupci, slučajevi* (3. izmijenjeno i dopunjeno izd.). Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Popis tablica

Tablica 1 Račun dobiti i gubitka poduzeća za razdoblje 2020. - 2025. (skraćeni oblik)	36
Tablica 2 Bilanca poduzeća za razdoblje 2020. - 2025. (skraćeni oblik).....	39
Tablica 3 Pokazatelj likvidnosti (2020. – 2025.)	44
Tablica 4 Pokazatelj zaduženosti poduzeća (2020. – 2025.).....	45
Tablica 5 Pokazatelji profitabilnosti poduzeća (2020. – 2025.).....	46
Tablica 6 Profitne marže poduzeća (2020. – 2025.).....	47
Tablica 7 Struktura planirane investicije.....	49
Tablica 8 Struktura financiranja investicije	50
Tablica 9 Projekcija prihoda i troškova (2026. - 2036.).....	52
Tablica 10 Projekcija novčanog toka investicijskog projekta (2026. - 2036.).....	57
Tablica 11 Pokazatelji isplativosti investicijskog projekta	60

Popis grafikona

Grafikon 1. Kretanje neto novčanog toka (2026. - 2036.)	63
---	----

Popis kratica i akronima

ARR – Accounting Rate of Return (računovodstvena stopa povrata)

CAPM – Capital Asset Pricing Model (model vrednovanja kapitalne imovine)

COVID-19 – Coronavirus Disease 2019 (bolest uzrokovana koronavirusom 2019.)

CR – Current Ratio (tekuća likvidnost)

CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive (Direktiva o korporativnom izvještavanju o održivosti)

DSCR – Debt Service Coverage Ratio (koeficijent pokrića duga)

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes (dobit prije kamata i poreza)

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije)

ESG – Environmental, Social and Governance (okolišni, društveni i upravljački kriteriji)

ESRS – European Sustainability Reporting Standards (Europski standardi izvještavanja o održivosti)

EU – Europska unija

EUR – euro (valuta)

FINA – Financijska agencija

GFI-POD – Godišnji financijski izvještaji poduzetnika

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

IRR – Internal Rate of Return (interna stopa rentabilnosti)

NFRD – Non-Financial Reporting Directive (Direktiva o nefinancijskom izvještavanju)

NPV – Net Present Value (neto sadašnja vrijednost)

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj)

PET – Polyethylene Terephthalate (polietilen-tereftalat (vrsta plastike))

PP – Payback Period (razdoblje povrata)

PV – Present Value (sadašnja vrijednost)

ROA – Return on Assets (povrat na imovinu)

ROE – Return on Equity (povrat na vlastiti kapital)

WACC – Weighted Average Cost of Capital (ponderirani prosječni trošak kapitala)