

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 104002/D/2013/2474486234

**ZOHLADNENIE ASPEKTOV PRI TVORBE KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY
PODNIKU VPLÝVAJÚCEJ NA HODNOTU PODNIKU**

Diplomová práca

2013

Bc. Patrícia Steltenpohlová

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**ZOHLADNENIE ASPEKTOV PRI TVORBE KAPITÁLOVEJ
ŠTRUKTÚRY PODNIKU VPLÝVAJÚCEJ NA HODNOTU
PODNIKU**

Diplomová práca

Študijný program: 6276 8 06 Manažment a ekonomické zručnosti

Študijný odbor: 6276 8 00 Finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikovohospodárska

Školiteľ: Ing. Martin Križan, PhD.

Bratislava 2013

Bc. Patrícia Steltenpohlová



2474486234

Ekonomická univerzita v Bratislave
Fakulta podnikového manažmentu

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Bc. Patrícia Steltenpohlová
Študijný program: Manažment a ekonomické zručnosti (Medziodborové štúdium, inžiniersky II. st., denná forma)
Študijný odbor: 3.3.13 Finančný manažment
3.3.16 Ekonomika a manažment podniku
Typ záverečnej práce: Inžinierska záverečná práca
Jazyk záverečnej práce: slovenský

Názov: Zohľadnenie aspektov pri tvorbe kapitálovej štruktúry podniku vplyvujúcej na hodnotu podniku

Anotácia: Poukázať čo všetko pri tvorbe kapitálovej štruktúry podniku musíme zohľadňovať a ako sa to všetko môže prejaviť na hodnote podniku.

Vedúci: Ing. Martin Križan, PhD.
Katedra: KPH FPM - Kat. podnikovohospodarska FPM
Vedúci katedry: prof. Ing. Štefan Majtán, PhD.
Dátum zadania: 04.11.2011

Dátum schválenia: 03.11.2011

prof. Ing. Štefan Majtán, PhD.
vedúci katedry

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracovala samostatne a že som uviedla všetku použitú literatúru.

Dátum: 22. 04. 2013

Bc. Patrícia Steltenpohlová

Pod'akovanie

Touto cestou chcem úprimne poďakovať Ing. Martinovi Križanovi, PhD. za všetku jeho pomoc a čas, ktoré mi venoval, za všetky cenné pripomienky a odborné rady, ktorými ma usmerňoval pri písaní mojej diplomovej práce.

Zároveň chcem poďakovať aj spoločnosti RETIC, s. r. o, menovite pánovi Ing. Petrovi Malákovi, technicko-ekonomickému riaditeľovi spoločnosti a pani Márií Ďuriškovej za ich spoluprácu, ochotu a poskytnuté informácie, z ktorých som vychádzala v praktickej časti tejto práce.

ABSTRAKT

STELTENPOHLOVÁ, Patrícia: *Zohľadnenie aspektov pri tvorbe kapitálovej štruktúry podniku vplyvajúcej na hodnotu podniku*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikovohospodárska. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Martin Križan, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2013, 74 s.

Cieľom práce je zhodnotenie a návrh odporúčaní na optimalizáciu kapitálovej štruktúry vybraného podniku s ohľadom na všetky determinanty finančného rozhodovania a zmeny týchto determinantov, ktoré následne ovplyvňujú hodnotu podniku. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Obsahuje tri schémy, štyri grafy, trinásť tabuliek, jeden obrázok a štyri prílohy.

Prvá kapitola je venovaná súčasnému stavu riešenej problematiky doma i v zahraničí. Vymedzuje teoretickú základňu informácií, metód a postupov, ktoré sa majú premietnuť do praxe a umožniť tak výskum podnikateľského subjektu z hľadiska jeho kapitálovej štruktúry a jej vplyvu na hodnotu podniku.

V ďalšej časti sa charakterizuje cieľ, metodika a metódy skúmania.

Záverečná kapitola sa zaoberá aplikovaním teoretických poznatkov do praktickej časti, konkrétne do spoločnosti RETIC, s. r. o.. V rámci tejto časti sú vypracované analýza makroprostredia, analýza odvetvového prostredia, SWOT analýza, analýza majetkovej štruktúry, analýza nákladov vlastného, cudzieho a celkového kapitálu; s poukázaním na ich vplyv na kapitálovú štruktúru, následne priemietnutý na hodnotu podniku.

Výsledkom riešenia danej problematiky je súbor odporúčaní na zlepšenie činnosti podniku.

Kľúčové slová:

kapitálová štruktúra, náklady kapitálu, náklady požičaného kapitálu, náklady cudzieho kapitálu, náklady vlastného kapitálu, optimalizácia kapitálovej štruktúry hodnota podniku

ABSTRACT

STELTENPOHLOVÁ, Patrícia: *Consideration of Aspects in the Capital Structure construction of company influences the Value of company.* – University of Economics in Bratislava, Faculty of Business management, Department of corporate business. – Thesis leader: Ing. Martin Križan, PhD. – Bratislava: EU FPM, 2013, 74 p.

The aim of the thesis is consideration and conclusion of recommendation in optimizing Capital Structure area of chosen company determined by financial decision aspects and aspects' changes influence Value of company. The work is divided into four chapters. It contains three schemas, four graphs, thirteen tables and four attachments.

The first chapter is dedicated to the current state of the field at home and abroad. Defines the theoretical basis of the information, methods and procedures translated into practice and allow the research of Capital Structure and its impact on Value of Company.

The next section describes the objectives, methodology and methods of examination.

The final chapter deals with application of the theoretical knowledge into practical part, particularly in company RETIC s. r. o. This part absorbs macro analysis, sector analysis, analysis of Real Assets Structure, analysis of Cost of Debt, Cost of Equity and Cost of Capital; from the perspective of their influence on Value of the Company.

The result of the findings is conclusion of recommendation to improve business.

Key words:

Capital Structure, Cost of Equity, Cost of Debt, Cost of Capital, Capital Structure Optimizing, Value of Company

Obsah

Úvod.....	9
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	10
1. 1 Finančná a kapitálová štruktúra podniku.....	10
1. 1. 1 Rozhodnutia o optimalizácii kapitálovej štruktúry podniku.....	12
1. 2 Determinanty kapitálovej štruktúry podniku.....	15
1. 2. 1 Určenie nákladov vlastného kapitálu.....	20
1. 2. 2 Ponímanie nákladov vlastného kapitálu v slovenskej a zahraničnej literatúre...	23
1. 2. 3 Určenie nákladov cudzieho kapitálu.....	26
1. 2. 4 Náklady celkového kapitálu.....	27
1. 3 Hodnota podniku, vplyv kapitálovej štruktúry na hodnotu podniku podľa jednotlivých škôl kapitálovej štruktúry.....	29
1. 3. 1 Klasická teória kapitálovej štruktúry.....	29
1. 3. 2 Teória krivky "U"	30
1. 3. 3 Model kapitálovej štruktúry podľa M. H. Millera a F. Modiglianiho.....	30
1. 3. 4 Kompromisná teória kapitálovej štruktúry.....	31
1. 3. 5 Teória hierarchického poriadku.....	32
1. 3. 6 Teória signalizačného efektu.....	33
2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania.....	34
3 Výsledky práce a diskusia.....	36
3. 1 Charakteristika podniku.....	37
3. 2 Analýza externého prostredia podniku.....	39
3. 2. 1 Analýza makroprostredia.....	39
3. 2. 2 Analýza odvetvia a hütnickej druhovýroby.....	43
3. 3 SWOT analýza.....	48
3. 4 Primeranosť kapitálovej štruktúry podniku vzhľadom na majetkovú štruktúru a vývoj zadlženosti podniku.....	50
3. 4. 1 Vplyv majetkovej štruktúry na kapitálovú štruktúru podniku.....	50
3. 4. 2 Vývoj zadlženosti podniku.....	53
3. 5 Vplyv nákladov vlastného kapitálu, požičaného kapitálu a nákladov celkového kapitalu podniku na kapitálovú štruktúru.....	55
3. 6 Diskusia	64
4 Záver.....	68
Zoznam použitej literatúry.....	70
Prílohy.....	74

Úvod

Predmetom predkladanej diplomovej práce je analýza a zohľadnenie aspektov pri tvorbe kapitálovej štruktúry vplývajúcej na hodnotu podnikania.

Kapitálová štruktúra a hodnota podniku boli vždy významné aspekty rozhodovania v podniku. V súčasnosti rastie význam optimalizácie kapitálovej štruktúry o to viac, že finančná kríza ohrozuje existenciu podnikov, a uspieť môže len podnik, ktorý je finančne stabilný. Hodnota podniku zas tvorí významný faktor hodnotenia úspešnosti podniku, pretože hlavným cieľom podnikania je trhovú hodnotu podniku maximalizovať.

V danej problematike existuje viacero prístupov k spôsobu, akým kapitálová štruktúra vplyva na hodnotu podniku. Zároveň existuje viacero škôl, alebo teórií, ktoré hovoria o optimálnej kapitálovej štruktúre. Počet vplyvov, ktoré pri finančnom rozhodovaní o kapitálovej štruktúre na manažéra pôsobia, je tiež nezanedbateľný.

Obsahom tejto práce však nie je len teoretické vymedzenie problematiky kapitálovej štruktúry, jej determinanontov a hodnoty podniku, ale aj praktická aplikácia týchto poznatkov na vybraný podnik – RETIC, s. r. o..

V tretej časti práce sa preto stretávame s analýzou externého prostredia, bližšie charakterizujeme samotný podnik, a prostredníctvom SWOT analýzy hľadáme stratégiu podniku do budúcnosti, ktorá bude tvoriť východisko aj pre rozhodnutia o kapitálovej štruktúre.

V rámci tretej časti práce sa tiež budeme venovať aj vplyvu majetkovej štruktúry a zadlženosti podniku, rovnako ako vplyvu ceny vlastného, požičaného a celkového kapitálu na kapitálovú štruktúru, a následne na samotnú hodnotu podniku.

Zámerom tejto práce je zhodnotenie súčasnej kapitálovej štruktúry vybraného podniku, a návrh zmien na zlepšenie jej samotnej a jej vplyvu na hodnotu podniku.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Významným predpokladom úspešného podnikania každého podnikateľského subjektu je objem a štruktúra kapitálu, ktorý má podnik k dispozícii na podnikanie, ako aj podmienky, za ktorých môže podnik získať ďalší kapitál, a meniť tak jeho súčasnú štruktúru. Voľba kapitálovej štruktúry podniku spočíva teda v rozhodnutí koľko kapitálu, z akých zdrojov, za akých podmienok a v akom pomere je optimálne držať v podniku.

1. 1 Finančná a kapitálová štruktúra podniku

"Kapitálová štruktúra podniku je zvyčajne definovaná užšie než finančná štruktúra podniku. Kým finančná štruktúra je tvorená zastúpením jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu v štruktúre podnikových pasív zobrazených na strane súvahy podniku, pojem kapitálová štruktúra sa používa buď ako synonymum finančnej štruktúry alebo v užšom poňatí ako štruktúra dlhodobého kapitálu, ktorým sa financuje dlhodobý majetok a trvalá časť finančnej štruktúry.^{1"}

"Kapitálová štruktúra zisťuje podiel jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom objeme kapitálu/zdrojov, za ktoré bol majetok podniku obstaraný. Nazýva sa tiež finančnou štruktúrou, ktorá zisťuje zadlženosť podniku.^{2"}

Finančná štruktúra teda predstavuje obsiahlejšiu ekonomickú kategóriu tvorenú nielen trvalými a dlhodobými zdrojmi krytia podniku (*kapitálová štruktúra*), ale aj krátkobými úverovými zdrojmi. "V dlhodobom finančnom rozhodovaní je však vhodnejšie pracovať s pojmom kapitálová štruktúra, pretože obežné aktíva a krátkodobé záväzky sú v plánovanej finančnej bilancii nahradené kategóriou *čistý pracovný kapitál*. S rovnakým prístupom sa možno stretnúť i v teoretických prácach, najmä v tých, ktoré sú zamerané na problémy optimalizácie štruktúry^{3"}.

1 ZÁVARSKÁ, Z. 2007. Determinanty kapitálovej štruktúry podniku. In *Ekonomická revue*. ISSN 1212-3951, 2007. roč. 5, č. 3, s. 39.

2 Kolektív autorov. 2008. *Financovanie a plánovanie podnikania*. [online]. Bratislava, 2008. [cit.2012.18.1] Dostupné na internete:

<<http://www.podnikajte.sk/financie/category/analyza/article/metody-financnej-analyzy.xhtml>>

3 KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. s. 138.

Tabuľka č. 1 Členenie finančných zdrojov podniku⁴

Finančné zdroje	Zisk	Odpisy	Vklady vlastníkov	Finačná pomoc	Dlhodobé a strednodobé úvery	Krátkodobé úvery a záväzky
podľa času	trvalé zdroje				dlhodobé	krátkodobé
podľa zdroja	interné zdroje		externé			
podľa vlastníka	vlastné zdroje			cudzíe		

Uvedená tabuľka zobrazuje kritériá členenia finančných zdrojov podniku. Keďže finančná štruktúra predstavuje štruktúru všetkých finančných zdrojov podniku, dané kritériá sa stávajú aj nástrojmi na vyjadrenie a hodnotenie finančnej štruktúry podniku, a tým aj kapitálovej štruktúry podniku, ako jej podmnožiny.

Obrázok č. 1. Účtovná súvaha⁵

Strana Aktív	Súvaha ku dňu...	Strana Pasív
Spolu Majetok		Spolu vlastné imanie a záväzky
A. Neobežný majetok		A. Vlastné imanie
I. Dlhodobý nehmotný majetok		I. Základné imanie (- Pohľadávky za upísané VI)
II. Dlhodobý hmotný majetok		II. Kapitálové fondy
III. Dlhodobý finančný majetok		III. Fondy zo zisku
B. Obežný majetok		IV. Výsledok hospodárenia minulých rokov
I. Zásoby		V. Výsledok hospodárenia za bežné obdobie po zdanení
II. Dlhodobé pohľadávky		B. Záväzky
III. Krátkodobé pohľadávky		I. Rezervy
IV. Finančné účty		II. Dlhodobé záväzky
C. Časové rozlíšenie		III. Krátkodobé záväzky
1 – 2 Časové rozlíšenie nákladov		IV. Krátkodobé finančné výpomoci
1 – 2 Časové rozlíšenie príjmov		V. Bankové úvery dlhodobé
		VI. Bankové úvery krátkodobé
		C. Časové rozlíšenie
		1 – 2 Výnosy budúcich období
		3 – 4 Výdavky budúcich období

4 HYRÁNEK, E. - BIKÁR, M. 2010. *Manažment úverového financovania a úverových obchodov*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2010. ISBN 978-80-225-3042-2. 13 s.

5 ZALLAI, K. a kol. 2010. *Finančno-ekonomická analýza*. 7. vydanie. Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 978-80-89393-15-2. 46s.

Kapitálová štruktúra "zahŕňa vlastný kapitál podniku (t. j. základné imanie, fondy vytvárané zo zisku ponechanom v podniku a nerozdelený zisk) a cudzí (požičaný) kapitál (podnikové emitované obligácie, dlhodobé a strednodobé bankové úvery a iné záväzky podniku s lehotou splatnosti presahujúcou jeden rok)"⁶.

1. 1. 1 Rozhodnutia o optimalizácii kapitálovej štruktúry podniku

Podnik pri tvorbe a optimalizácii kapitálovej štruktúry hľadá odpovede na otázky:

1. "Má kapitálová štruktúra vôbec nejaký význam, môže sa celková trhová hodnota podniku zvýšiť alebo znížiť tým, že sa zmení celkový pomer medzi dlhom a vlastným kapitálom?"
2. Ak má kapitálová štruktúra význam, ktoré faktory potom určujú optimálny pomer medzi dlhom a vlastným kapitálom, aby sa maximalizovala trhová hodnota podniku a minimalizovali sa náklady na kapitál?⁷"

Teória a prax podnikových financií uvádza viacero aspektov, ktoré ovplyvňujú rozhodnutie o podobe a úpravy kapitálovej štruktúry podniku:

1. Rozdiel medzi *cenou vlastného kapitálu a cenou dlhu (požičaného kapitálu)*

Cena vlastného kapitálu je vždy vyššia ako sú náklady cudzieho kapitálu. Vyplýva to nielen z premisy, že pre vlastníka podniku predstavuje vklad do podniku vyššie riziko, čo sa prejavuje vo výške požadovaného/očakávaného výnosu, ale aj z existencie:

- *daňového štítu*, tzn. cena požičaného kapitálu, dlhu – úrok, predstavuje daňovo uznaný výdavok, ktorý znižuje základ dane z príjmov pre podnik.

- *leverage efektu* – finančnej páky/*leverage rizika* predstavuje vplyv narastania podielu požičaného kapitálu v podniku. Na jednej strane táto páka pôsobí na znižovanie celkových nákladov kapitálu (nárast podielu požičaného cudzieho kapitálu na celkovom kapitále sa premietne v zníženej celkovej cene kapitálu).

6 VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0. 82 s.

7 KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 138 s.

Druhá strana páky však pre podnik predstavuje rastúce zadlžovanie, z ktorého vyplýva aj zvýšenie leverage rizika, t. j. rizika, že podnik nebude schopný plniť svoje záväzky a stane sa platobne neschopným. "Tento rast rizika si vlastníci uvedomujú a ako jeho kompenzáciu požadujú vyšší výnos zo svojho kapitálu. Obdobne veritelia zvyšujú svoje úroky. *Vzniká teda protitendencia: zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu tlačí na rast nákladov na získanie a viazanie vlastného a cudzieho kapitálu.*"⁸

2. *Zlaté bilančné pravidlo* – dlhodobý majetok má byť financovaný/krytý dlhodobými zdrojmi. V prípade, ak toto pravidlo nie je v podniku dodržané, stretávame sa s dvoma situáciami:

- *podkapitalizácia* – stav podniku, pri ktorom je časť dlhodobého majetku krytá krátkodobými zdrojmi, čo spôsobuje napätie medzi dobou návratnosti investovaného krátkodobého kapitálu do majetku a časom, kedy má byť tento kapitál splatený aj s úrokom veriteľovi. Podkapitalizácia pre podnik teda predstavuje riziko platobnej neschopnosti podniku včas splatiť požičaný kapitál.

- *prekapitalizácia* – žiaduci stav podniku zabezpečujúci jeho stabilitu, pri ktorom je časť dlhodobých zdrojov krytia použitá aj na financovanie krátkodobých potrieb podniku. Doba návratnosti investovaného kapitálu do krátkodobého majetku je kratšia ako požadovaný čas splatenia záväzku, avšak dlhodobý kapitál je pre podnik v porovnaní s krátkodobým kapitálom drahším zdrojom financovania.

3. *Zlaté pravidlo financovania* – zdroj, ktorým je krytý majetok má byť v podniku k dispozícii tak dlho, ako je tento majetok v podniku využívaný, tzn. doba splatnosti zdroja krytia má byť totožná s dobou životnosti majetku, na krytie ktorého sa tento zdroj použil. Pri nedodržaní zlatého pravidla financovania dochádza k dvom situáciám:

- *nekrytý dlh* – suma krátkodobého majetku podniku je nižšia ako suma krátkodobých zdrojov krytia. Podnik teda časť krátkodobých zdrojov využíva na financovanie dlhodobého majetku. Pre podnik negatívny stav ohrozujúci jeho finančnú stabilitu (rovnako ako pri podkapitalizácií vzniká napätie medzi dobou

8 KRÁĽOVIČ, J. 2010. *Finančné plánovanie*. Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 978-80-89393-20-6. 58s.

viazanosti kapitálu a časom na jeho splatenie).

- *čistý prevádzkový kapitál* – suma krátkodobého majetku je vyššia ako suma krátkodobých cudzích zdrojov. Tento stav pre podnik znamená finančnú stabilitu, avšak z ohľadom na efektívne hospodárenie so zdrojmi financovania by nemal pomer čistého prevádzkového kapitálu ku zásobám byť vyšší ako 1 (ak je tento pomer nižší ako jeden, dlhodobé zdroje slúžia len na "dofinancovanie" zásob).

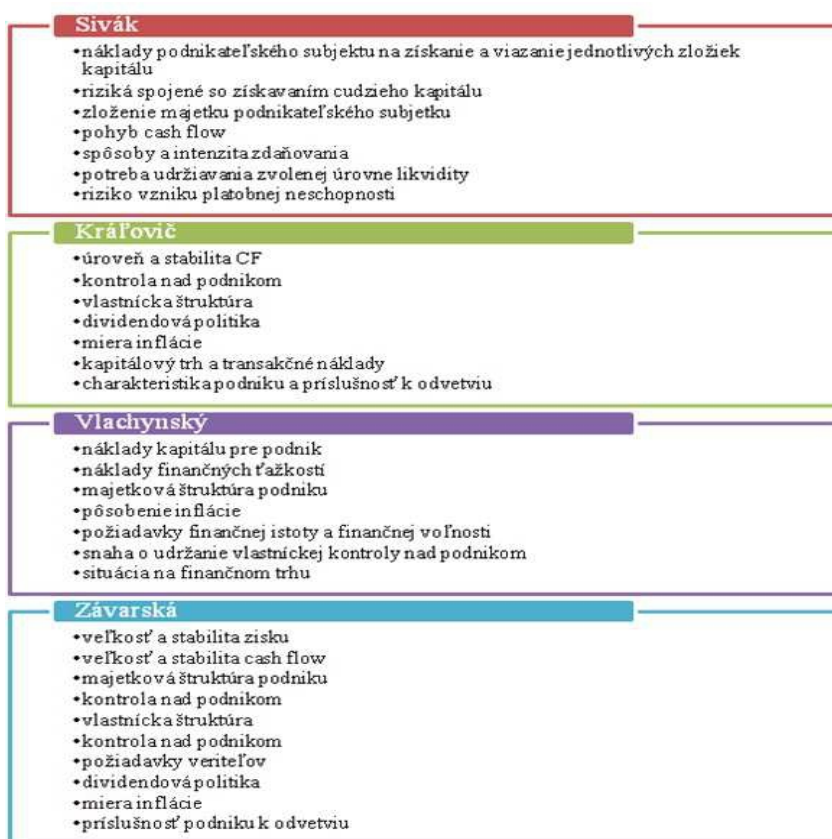
Zlaté bilančné pravidlo a zlaté pravidlo financovania vychádzajú z členenia majetku a zdrojov jeho krytia z pohľadu času, t. j. - krátkodobý a dlhodobý majetok/zdroje krytia majetku, čo si vyžaduje transformáciu účtovnej súvahy členiacej majetok z hľadiska vzťahu k podnikovému transformačnému procesu a zdrojov krytia z pohľadu vlastníctva, na súvahu finančnú.

1. 2 Determinanty kapitálovej štruktúry podniku

Determinanty kapitálovej štruktúry predstavujú kategóriu faktorov, ktoré musí finančný manažér zohľadniť pri rozhodovaní o potrebe, štruktúre a optimalizácii kapitálu podniku. Sú to teda podmienky, v ktorých sa realizuje rozhodovanie o kapitálovej štruktúre podniku.

Autori publikácií orientujúcich sa na problematiku optimalizácie kapitálovej štruktúry uvádzajú viacero faktorov/determinantov kapitálovej štruktúry podniku:

Obrázok č. 2 Determinanty kapitálovej štruktúry podniku podľa autorov⁹



⁹ Spracované podľa :

SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: SPRINT vgra, 2006. ISBN 80-889085-63-6. 36 s.

KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 158 s.

VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0. 83 s.

ZÁVARSKÁ, Z. 2007. Determinanty kapitálovej štruktúry podniku. In *Ekonomická revue*. ISSN 1212-3951, 2007. roč. 5, č. 3, s. 39.

Náklady kapitálu (Cost of Capital) predstavujú "náklady podniku na získavanie a viazanie jednotlivých zložiek kapitálu.¹⁰" Tieto náklady sa v priebehu času menia, rovnako sú ovplyvňované dynamikou vývoja nákladov jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu. "Náklady kapitálu sú kriticky dôležité pre tri dôvody: maximalizácia hodnoty podniku si vyžaduje, aby všetky cena všetkých výrobných faktorov, vrátane kapitálu, bola minimálna a k minimalizácii nákladov kapitálu ich musíme byť schopný odhadnúť(1); rozhodnutia o rozpočte kapitálových výdavkov si vyžadujú poznať cenu kapitálu(2); veľa rôznych typov rozhodnutí, vrátane tých, ktoré sa spájajú s nástrojmi regulácie, leasingu, návratnosťou dlhopisov a manažmentu krátkodobých aktív, si vyžadujú odhad nákladov kapitálu¹¹."

Náklady vlastného kapitálu (Cost of Equity) vyjadrujú vlastníkom očakávanú, resp. požadovanú výnosnosť kapitálu vloženého do podniku. Táto očakávaná alebo požadovaná miera zhodnotenia vkladov vlastníkov je v jednotlivých podnikoch rôzna, odvíja sa od rozdielnej rizikovosti vkladu do príslušného podniku. Medzi rizikovosťou a požadovanou mierou zhodnotenia je priamo úmerný vzťah¹². V akciových spoločnostiach predstavuje očakávanú výnosnosť dividenda a prírastok trhovej hodnoty akcií, ktoré následne vplývajú na hodnotu podniku. Rastúcim podielom nerozdeleného zisku na zdanenom zisku podniku rastie nielen účtovná hodnota podniku (vlastné imanie), ale aj trhovú hodnotu podniku.

Náklady požičaného (cudzieho) kapitálu (Cost of Debt) – úrok, predstavujú požadovanú mieru výnosnosti kapitálu požičaného od veriteľa. Rovnako ako náklady vlastného kapitálu, aj náklady požičaného kapitálu sú ovplyvňované mierou rizika v tomto prípade vnímanou veriteľmi. Riziko sa pritom odvíja nielen od odvetvovej príslušnosti a veľkosti podniku, ale aj od doby splatnosti požičaného kapitálu (s rastom doby splatnosti rastie úrok nielen vplyvom zvýšenie rizika ale aj potrebou zohľadnenia inflácie v dlhšom časovom období) a bonity podniku (nízka bonita pri investovaní predstavuje pre veriteľa zvýšené riziko). "Financovanie za pomoci dlhu – úveru má zmysel len vtedy, ak návratnosť

10 VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0. 83 s.

11 BRIGHAM, E. F., - GAPENSKI, L. C. 1994. *Financial Management: Theory and Practice*. Florida: The Dryden Press, 1994. ISBN 978-00-3098-0664. 333s.

12 www.euroekonom.sk/download/056-statnice-02-012-financna-a-kapitalova-struktura-podniku.pdf zo dňa 20. 1. 2013

financovaného ďalšieho podnikania výrazne prevyšuje náklady a riziká požičiania si¹³."

Kontrola nad podnikom – rámci zachovania efektívnej kontroly nad podnikom môže dôjsť k zvýšeniu dlhového financovania podniku. "K strate efektívnej kontroly môže dôjsť napríklad vtedy, ak podnik na financovanie nových projektov použije verejnú emisiu kmeňových akcií. Nová emisia akcií rozdeľuje kontrolu a z tohto dôvodu môže dať podnik prednosť ďalšiemu dlhu pred emisiou akcií¹⁴."

Majetková štruktúra podniku - jej vplyv na kapitálovú štruktúru podniku vyplýva z dodržania zlatého pravidla financovania a zlatého bilančného pravidla s ohľadom na zachovanie finančnej stability podniku. Podnik teda o svojej kapitálovej a finančnej štruktúre rozhoduje v závislosti od štruktúry majetku. Vo všeobecnosti platí, že podnik, ktorý sa v rámci svojej podnikateľskej činnosti prioritne orientuje na výrobu, bude mať v majetku vyšší podiel dlhodobého hmotného majetku (zariadenia, výrobné linky), od čoho sa musí tiež odvíjať prevažujúci podiel dlhodobých zdrojov krytia na celkových zdrojoch podniku. Naproti tomu podnik poskytujúci služby alebo realizujúci tovary bude mať podiel dlhodobého majetku v majetkovej štruktúre nižší, tzn. môže si dovoliť viac krátkodobých cudzích zdrojov¹⁵.

Úroveň a stabilita cash flow – stabilný a pravidelný cash flow je pre podnik zárukou, že v budúcnosti bude schopný plniť si svoje záväzky voči veriteľom¹⁶.

Úroveň a stabilita zisku – stabilný zisk a rastúca rentabilita dáva manažmentu lepšiu pozíciu pri vyjednávaní o podmienkach poskytnutia pôžičku. Získanie cudzieho kapitálu je pre podnik výhodnejšie¹⁷.

Vlastnícka štruktúra. Pri potrebe zvýšenia kapitálu v podniku stojí jeho manažment pred rozhodnutím, či má túto zvýšenú potrebu vykryť zvýšením vlastných, alebo cudzích

13 STRÁŽOVSKÁ, H. - STRÁŽOVSKÁ, L. - BAŽÓ, L. a kol, 2013. *Podnikanie malých a stredných podnikov*. Bratislava: Sprint dva, 2013. ISBN 978-80-89393-88-6 72s.

14 KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 158 s.

15 Spracované podľa ZAVARSKA, Z. 2007. Determinanty kapitalovej štruktúry podniku. In *Ekonomická revue*. ISSN 1212-3951, 2007. roč. 5, č. 3, s. 39.

16 Spracované podľa SIVAK, R. - MIKOCZIOVA, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: SPRINT vgra, 2006. ISBN 80-889085-63-6. 36 s.

17 Spracované podľa ZAVARSKA, Z. 2007. Determinanty kapitalovej štruktúry podniku. In *Ekonomická revue*. ISSN 1212-3951, 2007. roč. 5, č. 3, s. 39.

zdrojov. V prípade akciovej spoločnosti sa zvýšenie vlastných zdrojov spája s emisiou akcií, čím sa môže zmeniť vlastnícka štruktúra podniku. Ak sa potreby podniku plánujú financovať zvýšením cudzieho kapitálu, manažment musí zvážiť aký vplyv na riadení spoločnosti môžu získať veritelia, ak im nebude schopný tento dlh splácať.

Brealey a Myers z praxe odporovali nasledovné zdroje krytia zvýšenej potreby kapitálu usporiadané z hľadiska preferencií:

1. interné zdroje
2. emisia obligácií
3. finančné úvery
4. emisia konvertibilných obligácií
5. emisia prioritných akcií
6. emisia kmeňových akcií¹⁸.

"Alternatívou bankových úverov pri financovaní investícií sú najčastejšie obligácia, resp. emitované dlhy. Ekonomickým nástrojom voľby z týchto dvoch alternatív je ukazovateľ čistej súčasnej hodnoty. Oproti jeho použitiu pri výbere investície je rozdiel v tom, že prvý hotovostný tok (pôžička) je kladný, a ďalšie toky (splátky) záporný¹⁹."

Dividendová politika – výpadok vo vyplácaní, resp. zníženie výplátneho podielu dividend sa negatívne prejavuje na trhovej cene akcií spoločnosti. Snahou podniku je preto zachovať stabilnú dividendovú politiku, ktorá stojí na vytýčení takého pomeru alebo výšky dividend, ktorá je pre podnik z dlhodobého hľadiska udržateľná. S rastúcou zadlženosťou tiež v podniku vznikajú problémy s udržaním dividendovej politiky²⁰.

Vplyv inflácie sa prejavuje "zvýšením nominálnych úrokových mier úveru, čo zvyšuje sumu platených úrokov a relatívne znižuje daňový základ²¹." Inflácia zvyhodňuje dlžníkov a znevýhodňuje veriteľov, preto majú podniku v období zvýšenej inflácie tendenciu viac sa zadlžovať²².

18 BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. 1992. *Teorie a praxe firemných financií*. Praha: Victoria Publishing. 1976. ISBN 0-07-553109-7. 477 s.

19 GRNÁR, M. - ŠINSKÝ, P. - MARSINA, Š. 2011. *Firemné plánovanie*. 2. vydanie. Bratislava: Sprint dva, 2011. ISBN 978-80-89393-35-0 216s.

20 Spracované podľa KRALOVIČ, J. - VLACHYNSKY, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 158 s.

21 VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0. 88 s.

22 VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-

Kapitálový trh a transakčné náklady – ak na kapitálovom trhu prevláda dlhodobý trend rastu cien akcií, podnik pri hľadaní nových zdrojov kapitálu uprednostní emisiu nových akcií. V prípade, ak je situácia na kapitálovom trhu opačná a cena klesá, podnik uprednostní požičaný kapitál. Transakčné náklady ovplyvňujú veľkosť a frekvenciu emisie akcií²³.

Vplyv zdaňovania sa prejavuje v kapitálovej štruktúre podniku predovšetkým pri vysokej sadzbe, resp. rastúcej sadzby dane z príjmov. Keďže cena požičaného kapitálu – úrok predstavuje daňovo uznaný náklad, podnik si týmto spôsobom znižuje svoju daňovú povinnosť z titulu dane z príjmov.

Odvetvová príslušnosť podniku – s rastom kapitálovej náročnosti na podnikanie, rastie aj podiel cudzích zdrojov na celkovej kapitálovej štruktúre podniku.

Náklady finančných ťažkostí – náklady spojené s predajom aktív za nevýhodné ceny a nutnosť obstaranie požičaného kapitálu za nevýhodných podmienok ako cena za zvyšovanie zadlženosti podniku²⁴.

Finančná voľnosť podniku – zachovať v podniku takú mieru likvidity, ktorá mu umožňuje využívanie dobrých investičných príležitostí²⁵.

258- 0. 89 s.

23 Spracované podľa BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. - MARCUS, A. J. 2001. *Fundamentals of corporate finance*. 3. vydanie. Pheonix: McGraw – Hill Primls Custom Publishing. 1976. ISBN 0-07-553109-7. 364s.

24 GRZNÁR, M. - ŠINSKY, P. - MARSINA, Š. *Firemné plánovanie*. 2011 Bratislava: Sprint dva. ISBN 978-80-89393-35-0. 133 s.

25 Spracované podľa SIVAK, R. - MIKOCZIOVA, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: SPRINT vgra, 2006. ISBN 80-889085-63-6. 38 s.

1. 2. 1 Určenie nákladov vlastného kapitálu

Očakávaná výnosnosť vloženého kapitálu vlastníkov podniku ovplyvňuje nielen rozhodnutia o kapitálovej štruktúre, ale aj samotnú hodnotu podniku. Vlastný kapitál môže podnik nadobudnúť z interných zdrojov (nerozdelený zisk, odpisy), alebo externých zdrojov (vklady vlastníkov). V závislosti od spôsobu nadobudnutia a viazania vlastného kapitálu v podniku rozlišujeme nasledovné formy stanovenia nákladov vlastného kapitálu:

- **náklady akciového kapitálu upisovaním prioritných akcií,**
- **náklady akciového kapitálu upisovaním kmeňových akcií,**
- **náklady nerozdeleného zisku²⁶.**

Náklady akciového kapitálu upisovaním prioritných akcií

Vznikajú v súvislosti so zvýšením vlastného imania spoločnosti upísaním *prioritných akcií* (tzn. akcií s prednostným právom vyplácania dividend). V zmysle platnej slovenskej legislatívy je možné emitovať prioritné akcie maximálne do výšky jednej polovice základného imania akciovej spoločnosti²⁷. Pri výpočet nákladov prioritných akcií vychádzame z upraveného *modelu diskontovaných dividend*:

$$N_p = \frac{D_p * 100}{C_p - E_p}$$

Kde:

N_p – požadovaná miera výnosnosti prioritnej akcie [%]

C_p - tržová cena prioritnej akcie [Eur]

D_p – ročná dividendna prioritnej akcie [Eur]

E_p - emisné náklady na upísanie jednej prioritnej akcie [Eur]²⁸.

26 <http://economicworld.eu/wp-content/uploads/2012/05/naklady-kapitalu-a-dlhu-naklady-akcioveho-kapitalu-upisovanim-prioritnych-akcii.png> citované dňa 28. 1. 2013

27 Zákon č. 5513/1991 Zb. z. (Obchodný zákonník) v znení neskorších novelizácií, citované dňa 28. 1. 2013

28 <http://economicworld.eu/wp-content/uploads/2012/05/naklady-kapitalu-a-dlhu-naklady-akcioveho-kapitalu-upisovanim-prioritnych-akcii.png> citované dňa 28. 1. 2013

Náklady akciového kapitálu upisovaním kmeňových akcií

Náklady vznikajúce pri navýšení základného imania spoločnosti emisiou (vydávaním) tzv. *kmeňových akcií*. V zmysle Obchodného zákonníka sa jedná o akcie, na základe ktorých jeho majiteľovi nevznikajú žiadne zvláštne práva. Majiteľ akcie má právo účasti na riadení spoločnosti, právo na podiel na zisku a právo na podiel na likvidačnom zostatku pri likvidácii spoločnosti²⁹. Na výpočet nákladov sa používa rovnako ako v prípade prioritných akcií upravený *model diskontovaných dividend*:

$$N_k = \frac{D_k * 100}{C_k - E_k} + g$$

Kde:

N_k – požadovaná miera výnosnosti kmeňovej akcie [%]

C_k - trhovaná cena kmeňovej akcie [Eur]

D_k – ročná dividendna kmeňovej akcie [Eur]

E_k – emisné náklady na upísanie jednej kmeňovej akcie [Eur]

g – očakávané konštantné zvýšenie dividendy kmeňovej akcie [%]³⁰.

Náklady nerozdeleného zisku

"Niektorí ekonómovia zastávajú názor, že získaním nerozdeleného zisku nie sú spojené žiadne náklady, a je teda pre podnik k dispozícii zadarmo³¹." "Ak sa akcionári vzdali výplaty dividend a podnik použil zisk na reinvestície, s nerozdeleným ziskom sú po zohľadnení nákladov stratených príležitostí (očakávaný výnos z alternatívnej investície akcionárov) spojené náklady tak, ako s kmeňovými akciami s výnimkou emisných nákladov³²":

$$N_{NZ} = \frac{D_k * 100}{C_k} + g$$

29 <http://www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovník/?q=kmenova-akcia> citované dňa 28. 1. 2013

30 <http://economicworld.eu/investicie/naklady-kapitalu-a-dlhu> citované dňa 28. 1. 2013

31 HRDÝ, M. - STROUHAL, J. 2010. *Finanční řízení*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2010. ISBN 978-80-7357-580-9 61 s.

32 Citácia Kráľovič, J. z publikácie KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 143 s.

Kde:

N_{NZ} – požadovaná miera výnosnosti viazaného nerozdeleného zisku [%]

C_k - trhovaná cena kmeňovej akcie [Eur]

D_k – ročná dividendy kmeňovej akcie [Eur]

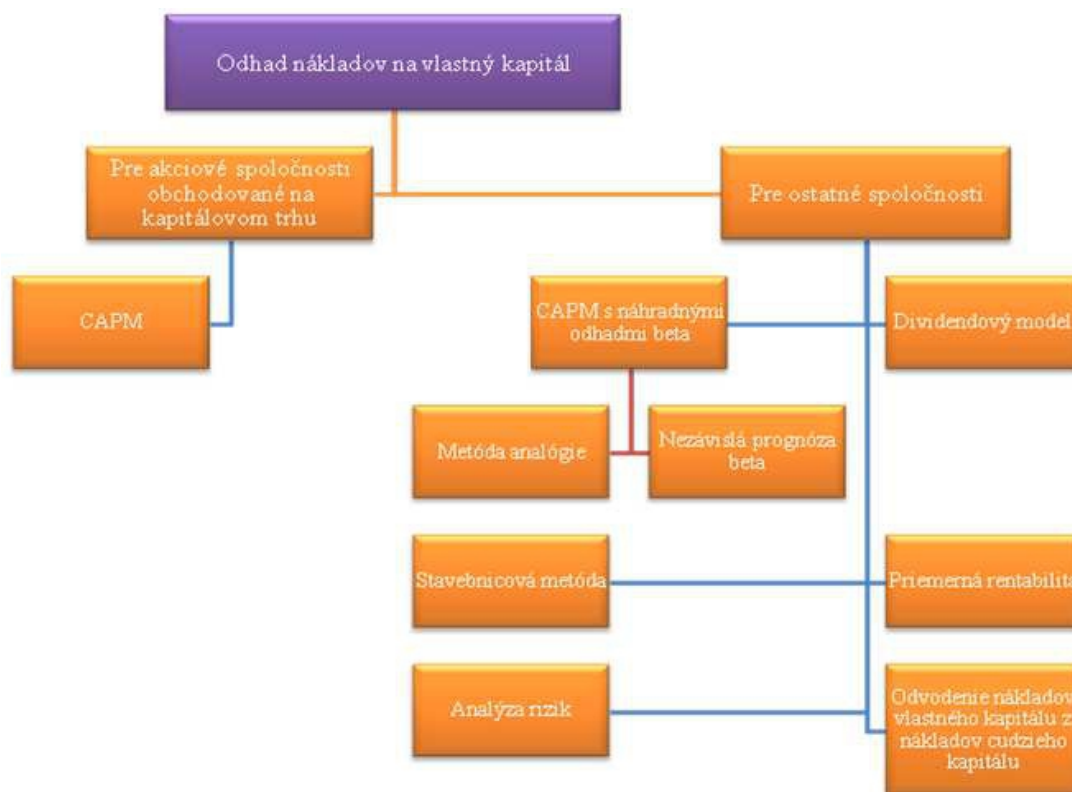
g – očakávané konštantné zvýšenie dividendy kmeňovej akcie [%]³³.

33 <http://economicworld.eu/investicie/naklady-kapitalu-a-dlhu> citované dňa 28. 1. 2013

2. 2 Ponímanie nákladov vlastného kapitálu v slovenskej a zahraničnej literatúre

V zahraničnej literatúre venujúcej sa finančnému riadeniu dochádza k zjednoteniu pojmov "náklady na vlastný kapitál" a "náklady na vlastné imanie". Ak vychádzame z tohto ponímania nákladov vlastného kapitálu, tak samotné náklady vlastného kapitálu sú oproti slovenskému pohľadu rozsiahlejšou kategóriou, ktorá neberie do úvahy len náklady na základné imanie³⁴. Rovnaký prístup sa uplatňuje aj v ekonomickom znanectve pri stanovení všeobecnej hodnoty podniku. Keďže úlohou znalca je oceniť podnik objektívnou hodnotou, ktorá sa má čo najviac približovať k jeho reálnej hodnote, tento prístup budeme v praktickej časti práce uplatňovať aj my.

Schéma č. 2 Základné prístupy k odhadu nákladov na vlastný kapitál³⁵



34 KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 143 s.

35 JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*, Bratislava: KARTPRINT, 2005. ISBN 80-88870-48-8. 98 s. - spracované podľa Mařík, M.: *Určování hodnoty firem*. Havlíčkov Brod: Ekopress, 1998

CAPM (Capital Asset pricing model) – model oceňovania kapitálových aktív. Jeden z praxi najčastejších spôsobov na stanovanie požadovanej miery výnosu vlastného kapitálu. Pri stanovení požadovanej výnosnosti pre spoločnosti obchodované na kapitálovom trhu vychádza z "priamky trhu cenných papierov, ktorá ukazuje závislosť požadovanej miery výnosnosti individuálnej akcie od bezrizikovej (minimálnej) výnosnosti, od koeficientu beta a od trhovej rizikovej prémie³⁶. Alternatívne sa dá použiť aj pri spoločnostiach, ktoré neemitujú akcie na kapitálových trhoch. V tomto prípade podnik však nedisponuje *koeficientom beta*, ktorý zobrazuje hodnotu systematického rizika akcie/cenného papiera, a túto hodnotu si určí buď metódou analógie, alebo ako nezávislú prognózu beta.

Model určuje požadovanú mieru výnosu na úrovni súčtu *bezrizikovej miery výnosu, rizikovej prémie* konkrétneho kapitálového trhu a *systematického rizika cenného papiera (beta)*:

$$\text{CAPM} = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Kde:

r_f - bezriziková miera výnosu. Predstavuje vzorovú hodnotu, prezentovanú výnosnosťou cenného papiera, pri ktorom neexistuje riziko odchýlky očakávaného výnosu od aktuálneho výnosu. Najčastejšou hodnotou je výnosnosť dvadsaťročných štátnych dlhopisov, alebo primerný mesačný BRIBOR³⁷.

β – systematické riziko. Meria "pohyby výnosu individuálnej akcie v závislosti od pohybov celého trhu, pričom trh môže byť vyjadrený napríklad niektorým trhovým (burzovým, akciovým) indexom"³⁸.

$(r_m - r_f)$ – riziková prémie. Zobrazuje tú časť výnosnosti finančného trhu, ktorá prevyšuje výnosnosť "bezrizikového" cenného papiera a stáva sa tak racionálnym motívom pre uprednostnenie investovania do rizikovejšieho cenného papiera.

36 JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*, Bratislava: KARTPRINT, 2005. ISBN 80-88870-48-8. 99 s.

37 JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*, Bratislava: KARTPRINT, 2005. ISBN 80-88870-48-8. 100 s.

38 BIKÁR, M. - KMEŤKO, M. - MIKOVÁ, O. 2012. *Finančné investície*. Bratislava: Ekonóm, 2012. ISBN 978-80-225-33444-4. 45 s.

Stavebnicová metóda (Build-up method) predstavuje alternatívu k modelu CAPM. Náklady/požadovaná návratnosť vlastného kapitálu je "zoskladaná" zo štyroch výnosností: *bezrizikovej výnosnosti (Risk-free rate)*, *prémie rizika vlastného kapitálu (Equity risk premium)*, *prémie malého podniku (Small company premium)* a *prémie rizika špecifického pre podnik (Specific-company risk premium)*³⁹:

$$(R_e) N_{VK} = r_f + ERP + SCP + SCRP$$

Kde:

$(R_e) N_{VK}$ - požadovaná návratnosť vlastného kapitálu [%]

r_f - *Risk-free rate* – bezriziková miera výnosnosti [%]

ERP – *Equity risk premium* – dodatočné riziko spojené s investovaním do portfólia verejne obchodovaných akcií [%]

SCP – *Small company premium* – dodatočné riziko spojené so zvýšenou volatilitou cien akcií menších spoločností [%]

SCRP – *Specific-company risk premium* – dodatočné riziká spojené s odvetvou príslušnosťou podniku, diverzifikáciou jeho podnikateľskej činností, silné a slabé stránky spoločnosti (*interné predpoklady*) a príležitosti a hrozby (*externé predpoklady*) [%].

Analýza rizika odhaduje požadovanú výnosnosť vlastného kapitálu na úrovni bezrizikovej miery výnosnosti zvýšenej o rizikové prirážky určených pre každú z piatich oblastí – *riziká trhu, výrobné rizika, rizika odboru, finančné riziká a rizika manažmentu*.

Dividendový model. Požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu vychádza z metódy diskontovaných dividend. Podľa nej je možné stanoviť hodnotu akcie v závislosti od súčasnej hodnoty očakávaných dividend. "Ak sme schopní odhadnúť dividendu na budúci rok, trhom požadovanú výnosnosť akcií aj tempo rastu dividend v ďalších rokoch, potom

39 MELLEEN, C. M., EVANS, F. M. 2001. *Valuation for M&A: Building value in private companies*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001. ISBN 0-471-41101-9. 143 s.

môžeme vypočítať hodnotu jednotu akcie. Analogicky tak môžeme odhadnúť aj hodnotu vlastného kapitálu a požadovanú mieru výnosu určitej spoločnosti⁴⁰:

$$i_{VK} = \frac{D_t}{SH_A} + g$$

Kde:

i_{VK} - požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu [%]

D_t - dividenda v čase t [Eur]

SH_A - súčasná hodnota akcie spoločnosti určená prostredníctvom modelu diskontovaných dividend [Eur]

g - trvalo udržateľná miera rastu dividendy [%].

Priemerná rentabilita je určená na úrovni priemernej rentability vlastného kapitálu (*Return of Investment - ROE*).

Odvodenie nákladov vlastného kapitálu od nákladov cudzieho kapitálu – východiskom metódy je premisa, že vlastník podniku ako kompenzáciu za zvýšené riziko spojené s jeho investíciou do podniku, požaduje vyššiu výnosnosť vloženého kapitálu ako veriteľ. Náklady vlastného kapitálu sú potom určené ako náklady požičaného kapitálu, zvýšené o niekoľko percentuálnych bodov (2-3).

1. 2. 3 Určenie nákladov cudzieho kapitálu

Cenou (nákladom) požičaného cudzieho kapitálu je *úrok*. V úroku sa odráža nielen situácia na kapitálovom trhu, vývoj externého a odvetvového prostredia, ale aj finančná stabilita a bonita podniku, ktorá pôsobí na mieru rizika vnímanej investorom, následne ovplyvňujúcej samotný úrok⁴¹.

Pre účely objektívneho stanovenia nákladov požičaného kapitálu treba pri určení nákladov vlastného kapitálu zohľadniť existenciu *daňového štítu*. V účtovnom zobrazení figuruje úrok ako náklad znižujúci nielen výsledok hospodárenia podniku, ale aj základ

40 JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*, Bratislava: KARTPRINT, 2005. ISBN 80-88870-48-8. 121 s.

41 KALAUDA, F. *Finanční řízení podniku*. 2.vydanie Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. 2011. ISBN 978-80-7380-315-5. 79 s.

dane z príjmov, a práve túto skutočnosť je nutné zohľadniť. Náklad požičaného cudzieho kapitálu teda vypočítame zo vzťahu:

$$N_{PK} = \dot{U} * (1 - d)$$

Kde:

N_{PK} – náklady požičaného kapitálu [%]

\dot{U} – úrok [%]

d – daňová sadzba dane z príjmov za príslušné obdobie [%].

Špecifikum pri stanovení nákladov požičaného kapitálu vzniká pri stanovení *nákladov obligácií* v prípade, že trhovú cenu obligácie sa líši od jej menovitej hodnoty. V tomto prípade sa na určenie nákladov využíva *vnútorné výnosové percento*:

$$C - E = \sum_{t=1}^n \frac{U_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

Kde:

C – trhovú cenu obligácie [Eur]

U_t – úrok z obligácie [Eur]

N – nominálna hodnota obligácie [Eur]

n – doba splatnosti obligácie [rok]

i – požadovaná výnosnosť do splatnosti [%]

E – emisné náklady [Eur]⁴².

1. 2. 4 Náklady celkového kapitálu

Náklady celkového kapitálu podniku sú determinované jednak *cenou* vlastného kapitálu a *cenou* cudzieho (požičaného) kapitálu, a jednak samotnou kapitálovou *štruktúrou*, t. j. percentuálnym zastúpením vlastným a cudzím kapitálom na celkovom

⁴² <http://economicworld.eu/wp-content/uploads/2012/05/naklady-kapitalu-a-dlhu-naklady-dlhu-2.png> dňa 28. 1. 2013

kapitály podniku. Faktory, ktoré na manažment podniku vplyvajú pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre podniku sme rozobrali v prechádzajúcej podkapitole. V súvislosti s určením nákladov celkového kapitálu sa teda budeme venovať len samotnému určeniu nákladov.

Najčastejším postupom pri určení nákladu celkového kapitálu je *WACC (Weight Average Cost of Capital)* – vážené priemerné náklady kapitálu:

$$\mathbf{WACC = N_{PK} * PK/CK * (1 - d) + N_{VK} * VK/CK}$$

Kde:

WACC – náklady celkového kapitálu vypočítaný váženým priemerom [%]

N_{PK} – náklady požičaného kapitálu [%]

PK/CK – podiel požičaného (cudzieho) kapitálu k celkovému kapitálu podniku [%]

(1 – d) – daňový štít [%]

N_{VK} – náklady vlastného kapitálu [%]

VK/CK – pomer vlastného kapitálu k celkovému kapitálu podniku [%].

1. 3 Hodnota podniku, vplyv kapitálovej štruktúry na hodnotu podniku podľa jednotlivých škôl kapitálovej štruktúry

Prvoradým cieľom podnikania je maximalizovať *trhovú hodnotu (fair value) podniku* pre vlastníkov (*stockholders*), resp. aj ostatné záujmové skupiny (*shareholders*)⁴³ a v oblasti finančného riadenia zároveň *minimalizovať kapitálové náklady*. Pod pojmom *trhová hodnota* rozumieme "cenu, ktorá by bola prijatá pri predaji aktíva alebo prevedení zodpovednosti v riadnom vysporiadaní medzi účastníkmi ku dňu ocenenia"⁴⁴. Nedokonalosť finančných trhov spôsobuje odchýľky medzi trhovou hodnotou a trhovou cenou podniku.

Hodnota podniku je daná očakávanými príjmami na úrovni vlastníkov alebo na úrovni všetkých investorov podniku. Pri posudzovaní toho, či má kapitálová štruktúra vplyv na trhovú hodnotu podniku, existuje niekoľko teórií:

- *Klasická teória kapitálovej štruktúry*
- *Teória krivky "U"*
- *Kompromisná teória kapitálovej štruktúry*
- *Teória Miller & Modigliani*
- *Teória hierarchického poriadku*
- *Teória signalizačného efektu.*

1. 3. 1 Klasická teória kapitálovej štruktúry

Táto teória nenachádza uplatnenie v praxi. Pri optimalizácii kapitálovej štruktúry podniku berie do úvahy len tú časť finančnej páky, ktorá pôsobí na znižovanie nákladov celkového kapitálu, pričom absentuje od rastúcej rizikovosti, ktorú budú v podobe zvyšujúcej sa úrokovej miery zohľadňovať veritelia, a rastúceho leverage rizika a nákladov finančných ťažkostí podniku.

Teória vychádza aj z ďalších zjednodušení: neberie do úvahy zdaňovanie zisku;

43 MAJDÚCHOVÁ, H. - NEUMANNOVÁ, A. 2012. *Podnik a podnikanie*. Bratislava: Sprint dva, 2012. ISBN 978-80-89393-83-1 54 s.

44 IAS 13 – *Fair value measurement*

absentuje od transakčných nákladov; predpokladá celé rozdelenie zisku na dividendy; predpokladá fixný čistý výnos, ktorý sa nemení ani vplyvom zmeny finančnej štruktúry.

Optimálna kapitálová štruktúra vzhľadom na maximalizáciu trhovej hodnoty je potom taká kapitálová štruktúra, pri ktorej sú celkové náklady kapitálu najnižšie. V ponímaní klasickej teórie to znamená 100% podiel cudzieho kapitálu, ktorý z pohľadu nákladov predstavuje lacnejšiu formu financovania podniku v porovnaní s nákladmi vlastného kapitálu. Pri 100% zadlženosti však podnik nie je schopný udržať si finančnú stabilitu a dlhodobo existovať, a nutne musí zbankrotovať.

1. 3. 2 Teória krivky "U"

"Podľa tejto teórie si podnik môže požičiavať za bežnú úrokovú mieru až do okamihu, keď začnú veritelia požadovať mieru zadlženosti za takú, ktorá zvyšuje ich riziko. Odvtedy sú ochotní poskytnúť ďalšie úvery len pri vyššej úrokovej miere, a tak priemerná úroková miera, ktorú podnik platí za cudzí kapitál začína rásť⁴⁵." Rast zadlženosti a rizika v podniku následne ovplyvní aj výšku očakávanej výnosnosti jeho vlastníkov (akcionárov), ktorá taktiež narastie.

Teória krivky "U" teda upúšťa od základných zjednodušení klasickej teórie a to – čistého fixného výnosu požadovaného jednak veriteľmi a zároveň aj akcionármi podniku.

Optimálna kapitálová štruktúra vzhľadom na maximalizáciu trhovej hodnoty podniku potom predstavuje takú kombináciu vlastného a požičaného kapitálu, pri ktorej sú náklady celkového kapitálu minimálne, t. j. náklady kapitálu pri maximálnej úrovni podielu cudzieho kapitálu podniku na celkovom kapitálu, pri ktorej veritelia nepožadujú zvýšenú výnosnosť ako kompenzáciu za rastúce riziko.

1. 3. 3 Model kapitálovej štruktúry podľa M. H. Millera a F. Modiglianiho

Model vychádza z koncepcie dokonalých trhov. Autori modelu tvrdia, že *trhová hodnota podniku je nezávislá od jeho kapitálovej štruktúry*, pretože na dobre fungujúcom

45 <http://www.euroekonom.sk/downloads/statnice/financna-a-kapitalova-struktura-podniku/>

trhu majú investície prinášajúce rovnaký výnos rovnakú cenu⁴⁶. Vplyv na hodnotu podniku má teda podľa modelu výlučne *výnosnosť celkového kapitálu* [1. tvrdenie]. Zároveň platí, že požadovaná miera výnosu akcionárov rastie úmerne s rastúcim pomerom dlhu k celkovému kapitálu, a súčasne s ňou rastie aj riziko akcií podniku [2. tvrdenie].

Uvedené tvrdenia boli sformulované na základe nasledujúcich predpokladov:

- *kapitálový trh je dokonalý*
- *možnosť vytvorenia skupín podnik na základe rovnakého stupňa prevádzkového rizika a výnosnosti vloženého kapitálu*
- *nemennosť zisku a úrokov v jednotlivých obdobiach*
- *absencia od zdaňovania (neskôr bola v modeli zohľadnená existencia daňového štítu)*
- *dostupnosť cudzieho kapitálu je pre všetky podniky na kapitálovom trhu rovnaká.*

Najvyššiu hodnotu podnik teda dosahuje pri najnižších nákladoch kapitálu, ktoré klesajú vplyvom rastu zadlženosti podniku. Teória absentuje od nákladov finančných ťažkostí vznikajúcich rastom zadlženosti podniku.

1. 3. 4 Kompromisná teória kapitálovej štruktúry

Teória vypracovaná vypracovaná Brealy a Myersom pri stanovení optimálnej kapitálovej štruktúry vzhľadom na maximalizáciu hodnoty podniku a minimalizovanie nákladov kapitálu, berie do úvahy nielen existenciu *daňového štítu*, ale vychádza aj z kategórie *nákladov finančných ťažkostí*. Náklady finančných ťažkostí vznikajú vplyvom rastu rizika platobnej neschopnosti podniku vyplývajúcej z vysokej zadlženosti. Skladajú sa z *nákladov úpadku* (priame a nepriame náklady, ktoré vznikli v dôsledku finančných ťažkostí) a *agentúrne náklady* (náklady vznikajúce z konfliktu záujmov medzi manažérmi a vlastníkami podniku, a náklady vznikajúce z konfliktu záujmov medzi manažérmi a veriteľmi podniku).

Rozhodnutia o kapitálovej štruktúre sú v zmysle kompromisnej teórie limitované:

- možnosti využívania výhod *úrokového daňového štítu* v podniku
- *riziko* rastúce jednak vplyvom zadlženosti a jednak vplyvom rizikovosti podnikania

46 KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 146 s.

(diverzifikácia podnikateľských činností podniku, odvetvová príslušnosť a i.)

- prevládajúci typ *aktív* v majetku podniku
- zachovanie *finančnej voľnosti* podniku, aby mohol reagovať na investičné príležitosti.

Hodnota podniku (H_P) je určená ako:

H_P = Hodnota podniku financovaného vlastným kapitálom

+ hodnota podniku pri financovaní vlastným kapitálom

+ súčasná hodnota úrokového daňového štítu

- súčasná hodnota nákladov finančných ťažkostí

+ súčasná hodnota agentských nákladov na vlastný kapitál

- súčasná hodnota agentských nákladov na požičaný kapitál

"*Optimum kapitálovej štruktúry* je dosiahnuté v okamihu, keď je súčasná hodnota daňových úspor z požičaného kapitálu kompenzovaná zvýšením súčasnej hodnoty finančných ťažkostí⁴⁷."

1. 3. 5 Teória hierarchického poriadku

Myers vypracoval Teóriu hierarchického poriadku na základe dvoch predpokladov:

- *existencia asymetrických informácií* založená na lepšej informovanosti manažérov o investičných príležitostiach, než majú veritelia
- *konanie manažérov v najlepšom záujme súčasných akcionárov*⁴⁸.

Myers následne pri posudzovaní kapitálovej štruktúry rozdelil vlastné zdroje kapitálu na *interné* (nerozdelený zisk a fondy) a *externé* (vklady prijaté od vlastníkov – emisia akcií), a usporiadal jednotlivé formy financovania kapitálom z hľadiska podnikových preferencií (pozri *Schéma č. 3 – The Capital Structure Puzzle (Hierarchický poriadok)*). Teória hierarchického poriadku sa preto nepoužíva na identifikovanie

47 KRÁĽOVIČ, J. 2010. *Finančné plánovanie*. Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 978-80-89393-20-6. 120s.

48 MYERS, S. C., 1983. *The Capital Structure Puzzle*. In *The Journal of Finance*. ISSN 1526-5943 , 1984. roč. 3, č. 39, s. 575-592.

optimálnej kapitálovej štruktúry, ale *na vysvetlenie zmien, ktoré v kapitálovej štruktúre nastali. Podľa nej "firmy využívajú vnútorné financovanie pokiaľ môžu, a keď musia použiť vonkajšie financovanie, dajú prednosť dlhu pred emisou akcií. To vysvetľuje, prečo si menej ziskové firmy vypožičiavajú viacej – nie preto, že by mali vyššie cieľové dlhové pomery, ale preto, že potrebujú viac vonkajšieho financovania, a tiež preto, že dlh je v hierarchickom poriadku na rade hneď po vyčerpaní vnútorných fondov. Hierarchický poriadok vo financovaní by mohol odrážať manažérovu snahu minimalizovať emisné náklady a súčasne sa vyhnúť nepriaznivým signálom, ktoré prinášajú investorom oznámenia o emisii akcií*⁴⁹."

Schéma č. 3 – *The Capital Structure Puzzle (Hierarchický poriadok)*⁵⁰



1. 3. 6 Teória signalizačného efektu

Vychádza z predpokladu existencie *asymetrických informácií* medzi manažermi a investormi podniku, ktoré umožňujú manažérom využívať *psychologické aspekty* spojené s financovaním podniku vplyvajúce na správanie investorov.

Cieľom manažérov je poskytnúť investorom *pozitívny signál* o podniku, ktorý sa prejaví vo zvýšení ceny akcií na trhu a zároveň rastom trhovej hodnoty podniku. Emisia dlhových nástrojov financovania podniku (napr. emisia dlhopisov) evokuje u investorov pocit, že podnik je finančne stabilný a dlh si môže dovoliť, a preto cena akcií podniku bude rásť. V prípade ak podnik emituje akcie, pre investorov to predstavuje *negatívny signál*, pretože predpokladajú, že slabšie podniky si nemôžu dovoliť cudzí kapitál z titulu vzniku finančných ťažkostí, a preto dávajú prednosť financovaniu vlastným kapitálom.

Podnik sa snaží smerovať do okolia predovšetkým pozitívne signály o svojej finančnej situácii, a preto uprednostní dlhové zdroje financovania, čím sa zvýši cena akcií na trhu, a tým aj samotná hodnota podniku.

49 BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. 1992. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing. 1976. ISBN 0-07-553109-7. 315 s.

50 Spracované podľa MYERS, S. C., 1983. *The Capital Structure Puzzle*. In *The Journal of Finance*. ISSN 1526-5943, 1984. roč. 3, č. 39, s. 575-592.

2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania

Hlavným cieľom predkladanej práce je zhodnotenie a návrh odporúčaní na optimalizáciu kapitálovej štruktúry vybraného podniku s ohľadom na všetky determinanty finančného rozhodovania a zmeny týchto determinatov, ktoré následne ovplyvňujú *hodnotu podniku* v sledovanom období.

Čiastkovým cieľom v teoretickej oblasti tejto práce je preto zhrnúť všetky dostupné vedecké a empirické poznatky v oblasti kapitálovej štruktúry, jej determinantov a prístupov teórie finančného manažmentu pri skúmaní vplyvu kapitálovej štruktúry na hodnotu podniku.

V oblasti finančného riadenia podnik neuplatňuje len svoju politiku vo vzťahu k riziku, požadovanej miery výnosnosti kapitálu a likvidity, ale značne je limitovaný aj externými činiteľmi z makroekonomického a mikroekonomického prostredia. Od tohto sa následne odvíja nevyhnutnosť vymedzenia konkrétnych činiteľov, miery a druhu ich vplyvu na kapitálovú štruktúru, a následne na hodnotu podniku.

Čiastkovým cieľom v praktickej časti práce je preto určiť aké faktory a akým spôsobom determinovali kapitálovú štruktúru a premietnuť ich vplyv na hodnotu podniku.

Ďalším cieľom tejto práce je na základe zhodnotenia súčasnej kapitálovej štruktúry podniku *navrhnuť opatrenia* na zlepšenie kapitálovej štruktúry a následne aj hodnoty podniku.

Práca sumarizuje poznatky nadobudnuté z oblasti finančného riadenia podniku. Pri spracovaní danej problematiky sú použité viacere zdroje – ako informačné východisko teoretickej časti bola použitá odborná literatúra, monografia a články, ktoré vymedzujú postupy skúmania, posudzovania a optimalizácie kapitálovej štruktúry.

V rámci praktickej časti práce (Výsledky práce a diskusia) je nutné sústrediť sa na zhromaždenie informácií štatistického a empirického charakteru – informácií o externom prostredí (makroekonomické a odvetvové prostredie podniku), jeho súčasnom stave a predikcií jeho vývoja. Ako informačné zdroje sú použité stránky Štatistického úradu,

Ministerstva financií, Ministerstva hospodárstva, Slovenskej agentúry pre rozvoj investícií a obchodu, Národnej banky Slovenska, Európskej centrálnej banky a Výboru pre makroekonomické prognózy. Interné informácie o podniku sú nadobnuté z komunikácie s technicko-ekonomickým riaditeľom spoločnosti, z internetovej stránky a účtovnej závierky spoločnosti za roky 2009 - 2011. Všetky vykonané aktivity smerujú k identifikácii determinantov kapitálovej štruktúry podniku.

Na výsledky externej a internej analýzy prostredia podniku následne nadväzuje ich syntéza vo forme SWOT analýzy, ktorá slúži na identifikáciu budúceho smerovania podniku. Zároveň nám dáva odpoveď na otázku, aký podiel požičaného kapitálu si môže podnik vzhľadom na svoje silné a slabé stránky (predovšetkým s ohľadom na finančnú stabilitu) a charakter externých podmienok, dovoliť.

Pri analýze kapitálovej štruktúry sú použité aj ďalšie metódy: *model CAPM* pri kvantifikácii nákladov vlastného kapitálu, metóda *WACC* pre stanovenie nákladov celkového kapitálu, ako hlavných determinantov vplyvujúcich nielen na kapitálovú štruktúru, ale aj hodnotu podniku.

Pri zisťovaní charakteru vplyvu ďalších determinantov na kapitálovú štruktúru, je využitá *finančná analýza ex post (metóda finančných pomerových ukazovateľov objektivizovaná v čase a priestore, dodržanie zlatého bilančného pravidla a zlatého pravidla financovania)*.

Výsledkami vyššie uvedenej metodiky a metód skúmania je zhodnotenie súčasnej kapitálovej štruktúry podniku a návrh opatrení na jej zlepšenie za daných podmienok externého a interného prostredia podniku.

3 Výsledky práce a diskusia

Vo výsledkoch práce a diskusii sa zameriavame na naplnenie praktickej časti práce. Kapitola je rozdelená na jednotlivé celky, ktoré sa venovujú určeniu vplyvu daných faktorov vplývajúcich na kapitálovú štruktúru a hodnotu podniku.

V rámci prvej podkapitoly charakterizujeme predmet výskumu – podnik hútnickej druhovýroby RETIC, s. r. o., ktorý pôsobí v rámci svojej podnikateľskej činnosti nielen na slovenskom trhu, ale aj v ďalších štátoch Európy.

Následne sa zameriavame na vývoj makroprostredia a odvetvia podniku, predovšetkým s ohľadom na analýzu ich vplyvu na skúmanú problematiku. Predovšetkým pri ekonomickom prostredí nás zaujíma vývoj inflácie a základnej úrokovej miery, ktorá determinuje náklady požičaného kapitálu.

Na základe výskumu podniku a jeho externého prostredia je zostavená SWOT analýza, ktorá zobrazuje budúce smerovanie podniku a stratégiu, ktorú má vo vzťahu k nej podnik použiť. Súčasťou stratégie a plánovania budúcnosti podniku je totiž aj rozhodnutie o zachovaní, alebo zmene kapitálovej štruktúry podniku.

Z interných faktorov, ktoré ovplyvňujú rozhodnutia o kapitálovej štruktúry podniku vplývajúcej na hodnotu podniku analyzujeme majetkovú štruktúru a zadlženosť. Majetková štruktúra vplyva na kapitálovú štruktúru predovšetkým cez dodržanie pravidla financovania a zlatého bilančného pravidla. Zároveň, súčasná úroveň zadlženosti a jej vývoj ovplyvňuje rozhodnutia o tom, či podnik bude pri svojej činnosti a raste využívať len vlastné zdroje, alebo si môže dovoliť využívať aj tie cudzie.

V ďalšej podkapitole sa venujeme samotnej kvantifikácii nákladov vlastného kapitálu, požičaného (cudzieho) kapitálu a nákladom celkového kapitálu. Ak vychádzame z finančnej teórie vieme, že za jedno hľadisko, z ktorého sa vyvodzuje optimálnosť kapitálovej štruktúry, je aj minimálna úroveň nákladov celkového kapitálu.

Záverom práce je posúdenie súčasnej kapitálovej štruktúry, jej vhodnosť s ohľadom na maximalizáciu hodnotu podniku, a tiež návrh opatrení a zmien na zlepšenie súčasného stavu.

3. 1 Charakteristika podniku

Spoločnosť *RETIC, s. r. o.* vznikla v roku 2001 transformáciou fyzickej osoby podnikateľa Peter Novotný - *RETIC* založenej v roku 1992 na obchodnú spoločnosť. Na trhu je tak etablovaná už 21 rokov.

RETIC, s. r. o. podniká v *strojárenskom priemysle, pododvetví výroba kovov a kovových konštrukcií okrem strojov a zariadení*. Výstupy majú charakter *hútnickej druhovýroby*.

Predmetom podnikania spoločnosti je *spracovanie drôtu* do rôznych výrobkov (štvorhranné ohradové pletivá, uzlové pletivá, kovové a rabicové tkanivá, osievačky a prehadzovačky, rebierkové pletivá a plotové rámy, klince)⁵¹.

Doplňkový sortiment spoločnosti tvorí plotový program zo zvarovaných pletív a plotových dielov. Spoločnosť vyrába aj kompletne príslušenstvo k pletivám ako sú stĺpiky, príchytky, napínacie, viazacie drôty a brány.

Viac ako 60% výroby je určených na export, predovšetkým do veľkých podnikov v Českej republike, Poľsku, Maďarsku, Chorvátsku, Slovinsku, najnovšie aj do Rakúska. Spoločnosť *RETIC, s. r. o.* je personálne prepojená s ďalšími spoločnosťami, ktoré plnia úlohy jej distribučných centier, a realizujú výrobky aj do maloobchodnej sféry. Geograficky sú usporiadané blízko slovenských hraníc s jednoduchými krajinami, s ktorými *RETIC, s. r. o.* obchoduje. Jedna pobočka je vytvorená aj v Českej republike.

Spoločnosť je *dodávateľom* pre sklady hútnickej druhovýroby, železiarstva, predajne stavebných materiálov a stavebné spoločnosti, od čoho sa odvíja citlivosť odbytu na zmenu objemu stavebnej činnosti. Významnými odberateľmi sú aj štátne, obecné, mestské lesy a urbáriáty, vinohrady a subjekty podnikajúce vo sfére poľnohospodárstva.

RETIC, s. r. o. je tradičným účastníkom medzinárodných výstav špecializujúcich sa

51 <http://www.retic.sk/index.php?do=2&page=1> dňa 21. 2. 2013

na stavebníctvo (CONECO, WIRE Düsseldorf a iné).

Spoločnosť je generálny partner pre slovenský a český trh spoločností METALURGICA FRIGERIO, ktorý je najväčším výrobcom zváraných pletív v Európe.⁵²

Na internetovej stránke spoločnosti sa potenciálni aj súčasní zákazníci môžu oboznámiť s fotografiami a referenciami na spoločnosť (napr. Autostráda D1 – Bratislava – Kúty, Autostráda D1 – Trenčín, Decodom, a. s. - Topoľčany, VISTEON, Nitra – Dražovce, a mnohé ďalšie).

Spoločnosť v rokoch 2005 – 2006 centralizovala svoje výrobné, skladové a administratívne priestory, pričom pri investovaní tohto zámeru využila aj bankový úver (v roku 2013 dochádza k jeho úplnému splateniu).

Do budúcnosti RETIC, s. r. o. plánuje investovať do rozšírenia výrobného sortimentu nákupom výrobných zariadení, stavbou výrobných hál, a začatím novej výroby, a ukončiť tak súčasný outsourcing niektorých výrobkov.

Obrázok č. 1 Logo spoločnosti



⁵² <http://www.retic.sk/index.php?do=2&page=1> dňa 21. 2. 2013

3. 2 Analýza externého prostredia podniku

V rámci analýzy externého prostredia sa budeme bližšie venovať vplyvu makroekonomického a odvetvového prostredia na podnik RETIC, s. r. o., ktoré pôsobí na jeho podnikanie, a zároveň tým vytvára aj ohraničujúce podmienky, v ktorých podnik realizuje svoje finančné rozhodovanie. Zmenám a samotnému stavu makroprostredia sa podnik môže len prispôbiť, nakoľko tieto zmeny majú celoplošný dosah na všetky podniky v Slovenskej republike. Naproti tomu v prípade negatívneho vývoja odvetvového prostredia môže podnik eliminovať dôsledky na jeho podnikanie viacerými spôsobmi (dizertifikáciou podnikateľskej činnosti – zavedenie nového druhu podnikania v inom odvetví, ďalšími možnosťami sú aj horizontálna a vertikálna diferenciacia).

3. 2. 1 Analýza makroprostredia

Makroekonomické prostredie predstavuje sústavu činiteľov, ktoré vplyvajú na podniky celoplošne. V ponímaní rizika predstavujú riziko systematické, ktoré môže podnik ošetriť len čiastočne a vo veľkej miere sa na zmeny v makroprostredí môže len *adaptovať*.

Pre lepšie zobrazenie zmien a dôsledkov z nich vyplývajúcich pre podnik, sa sleduje makroprostredie z viacerých hľadísk.

Ekonomické prostredie ako determinant "prosperity celého národného hospodárstva, ovplyvňuje schopnosť podniku dosahovať primeranú úroveň zisku⁵³." Zvolenými ukazovateľmi na hodnotenie ekonomického prostredia podniku sú *HDP* (ukazovateľ hospodárskeho rastu), *úroková miera* (ukazovateľ ovplyvňujúci dopyt a ponuku na finančnom trhu), *inflácia* a *nezamestnanosť*.

Na základe vypočítaných hodnôt ukazovateľa *hrubý domáci produkt (HDP)* metodikou ŠÚSR aj MFSR (Príloha A) vidno každoročný rast produkcie vyrobenej na Slovensku, avšak dynamika jeho rastu ešte stále nedosahuje hodnoty predkrízového obdobia. V porovnaní s rokom 2011 sa dokonca dynamika rastu HDP spomalila. Z dôvodu dosiahnutia objektívnych výsledkov a eliminácie vplyvu inflácie, je HDP vypočítané v

53 SLÁVIK, Š. 2009. *Strategický manažment*. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva. 2009 ISBN 978-80-89393-08-4, s. 62.

stálych cenách reťazením objemov. Hospodárska situácia na Slovensku sa teda každoročne zlepšuje, avšak pomalším tempom ako to bolo v roku 2011. Dlhodobo sa zvyšuje aj export. Na základe prognózy Výboru pre makroekonomické prognózy (VMP) bude HDP rásť aj naďalej miernejšou dynamikou. Rásť by mal naďalej aj *export a import* (Príloha B).

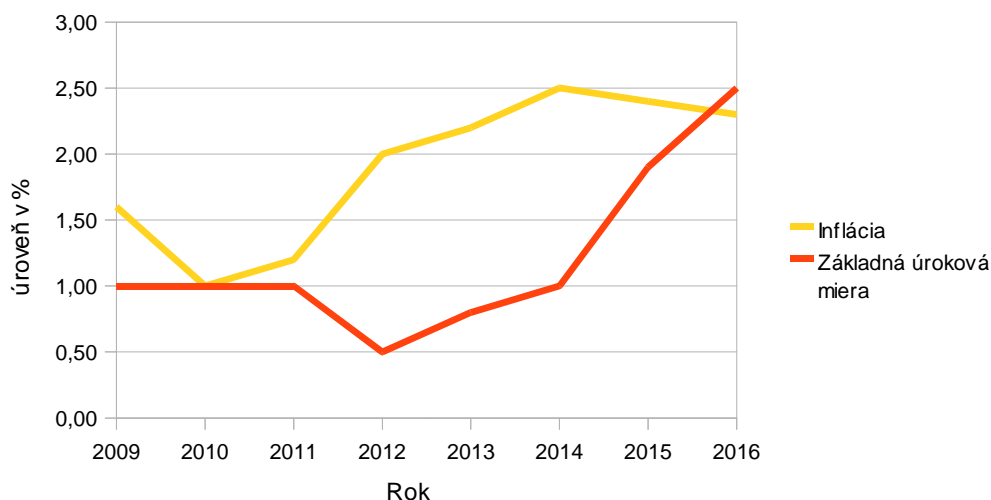
Negatívny vplyv na hospodársku situáciu má *nezamestnanosť*, ktorá je napriek medziročnému klesaniu od roku 2010, stále vysoká, pričom koncom štvrtého kvartálu roku 2012 rástla, avšak hodnoty roku 2010 nenadobudla, ani neprevýšila. Keďže zamestnanosť obyvateľstva sa vo veľkej miere odvíja predovšetkým od rastu HDP, aj jej vývoj korešponduje s nárastom HDP, hodnoty pred rokom 2009 však nezamestnanosť rovnako ako HDP, stále nedosahuje. Prognózy VMP na vývoj nezamestnanosti sú však pesimistické, a predpokladá sa rast nezamestnanosti na nasledujúce dva roky (2013, 2014) a situácia sa začne zlepšovať až v roku 2015.

Vývoj *úrokovej miery* (klesanie) zvyhodňuje už dlhší čas dlžníkov. V roku 2012 bola posledná úroková miera 1%. Keďže od základnej úrokovej miery sa následne odvíjajú úrokové miery požičaného kapitálu, pre podnik to znamená výhodnosť zadĺženia sa. Táto tendencia by podľa prognóz VMP mala pretrvávajúť až do roku 2014. Základná úroková miera by sa však ani v roku 2016 nemala dostať na predkrízovú úroveň, tzn. predpokladáme, že dopyt po úveroch a požičanom kapitále bude naďalej rásť.

Inflácia nemá ustálenú tendenciu vývoja, v roku 2012 však medziročne narástla o 0,8%. Zvýšenie inflácie opäť zvyšuje ochotu podnikov požičiavať si. Podľa prognóz MPV bude táto vykolísanosť inflácie dlhodobá.

Ekonomické prostredie na podnik vplýva zväčša pozitívne: rast HDP a exportu vypovedá o raste spotreby, podnik teda môže v budúcnosti očakávať rast tržieb; dlhodobá nízka úroková miera v kombinácii s prognózovaným rastom inflácie v rokoch 2013-2014 zvyhodňuje zadĺženie podniku (aj pri realizácii jeho investičného zámeru).

Graf č. 1 Vývoj základnej úrokovej miery (ECB) a inflácie



Spracované podľa ŠÚSR a ECB (štatistická časť – roky 2009 až 2012) a VMP (prognóza rokov 2013 – 2016)

Pri posudzovaní *Vedecko-technického prostredia* budeme brať do úvahy *podiel výdavkov na vedu a výskum na HDP* a jeho vývoji v čase (vychádzame z údajov ŠÚSR). Napriek tomu, že podiel výdavkov na vedu a výskum každoročne narastal, pre rast konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky je nedostatočný. Údaje za rok 2012 nie sú na stránke ŠÚSR doteraz k dispozícii. Pre porovnanie, priemerný podiel výdavkov na vedu a výskum na HDP za Eurozónu je 1,82% (rok 2011)⁵⁴.

Tabuľka č. 1 Podiel výdavkov na vedu a výskum na HDP (ŠÚSR)⁵⁵

Ukazovateľ	M. j.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Podiel výdavkov na vedu a výskum na HDP	%	0,49	0,46	0,47	0,48	0,63	0,68	-

Sociálne prostredie budeme hodnotiť v závislosti od rastu *kúpyschopnosti obyvateľstva*, ktoré ma zobrazovať rast životnej úrovne obyvateľstva a *rozdelenia dôchodkov v spoločnosti*, ako významného faktoru ovplyvňujúceho jeho spotrebu. Sociálne štatistiky ŠÚSR vypracované metodikou EU SILC pre roky 2006-2011 odrážajú rastúcu

54 <http://www.teraz.sk/ekonomika/slovensko-v-inovacnej-vykonnosti-v-por/21707-clanok.html> zo dňa 4. 2. 2013

55 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=17334> zo dňa 4. 2. 2013

mieru rizika chudoby u pracujúcich za celé sledované obdobie⁵⁶, napriek rastúcemu disponibilnému príjmu ich domácnosti⁵⁷. Rovnako štatistiky odhaľujú prehlbujúcu sa nerovnosť príjmového rozdelenia za sledované obdobie rokov 2006-2011 (pre porovnanie: ukazovateľ *Nerovnosť príjmového rozdelenia S80/S20 pomer príjmov horného a dolného kvintilu* dosahoval v roku 2006 hodnotu 3,9%, v roku 2007 zaznamenal maximum za sledované obdobie 4,1%; v obdobiach rokov 2008-2009 klesol a odvtedy rástol až do roku 2011, kedy sa hodnota ukazovateľa udržala na úrovni minulého roka, t. j. 3,8%)⁵⁸. Údaje za rok 2012 doteraz neboli na webovej stránke ŠÚSR k dispozícii. Na základe doterajšieho vývoja ukazovateľov sociálneho prostredia, môžeme sociálne prostredie považovať za retardačný faktor, nakoľko môžu vo veľkej miery ovplyvniť spotrebiteľské správanie (znížením dopytu, resp. uprednostnením predajnej ceny pred kvalitou tovarov pri spotrebiteľskom rozhodovaní).

Vzhľadom na odbor podnikania RETIC, s. r. o. vplyv *demografického prostredia* na jeho podnikanie je minimálny, preto mu v tejto práci nebudeme venovať pozornosť.

Najvýznamnejšími zmenami v *politickom a právnom prostredí* sú úpravy v Zákonníku práce a Zákone o Dani z príjmov, ktoré nadobúdajú účinnosť od 1. 1. 2013. V zmysle novelizácie Zákonníka práce dochádza k zavedeniu povinných odvodov zdravotného a sociálneho poistenia z príjmov brigádnikov pracujúcich na základe Dohody o brigádnickej práci študentov, Dohody o vykonaní práce a Dohody o pracovnej činnosti. Všetky uvedené zmeny spôsobia rast ceny práce pre podniky. Pre príjmy spoločnosti nadobudnuté od 1. 1. 2013 bude platiť zvýšená sadzba dane z príjmov právnických osôb 23% (predtým 19%). V rámci oboch zákonov došlo ešte k niektorým významným zmenám, ako je napríklad znovuobnovenie súbehu poberania odstupného a výpovednej lehoty, či zdanenie dividend priznaných v roku 2013, pričom všetky spôsobujú zvýšenie nákladov podnikov.

Ekologické prostredie vzhľadom na charakter výroby RETIC, s. r. o. a jej zásahy do životného prostredia, nemá veľký vplyv. Posledná zmena prebehla v roku 2003 a týkala sa používania ekologicky nezávadných emulzií pri výrobe pletív. Zmena smerníc EÚ, alebo

56 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=20145> zo dňa 8.2.2013

57 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=10426> zo dňa 8.2.2013

58 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=20145> zo dňa 8. 2. 2013

zmena zákonných noriem, ktoré by mali vplyv na podnikanie RETIC, s. r. o., sa nepredpokladá ani v budúcnosti.

3. 2. 2 Analýza odvetvia a hútnickej druhovýroby

Na základe štatistickej klasifikácie podnikov SK NACE podnik RETIC, s. r. o. spadá do *strojárského priemyslu* (poodvetvie *výroba kovov a kovových konštrukcií okrem strojov a zariadení*, charakterom výstupov sa jedná o *hútnicku druhovýrobu*), ktorý predstavuje jedno z najperspektívnejších odvetví na Slovensku, často je nazývané aj "ŕahúň" slovenskej ekonomiky. Dôležitosť strojárského priemyslu pre Slovensko vychádza predovšetkým z jeho vysokého podielu na HDP, z vysokého podielu jeho výstupov určených na export (automobilový priemysel, výroba počítačových, elektronických a optických prístrojov, strojov a zariadení), z veľkého objemu zahraničných investícií do tohto odvetvia, a v neposlednom rade patrí k významným zamestnávateľom nielen z pohľadu Slovenska ako celku, ale aj regiónov⁵⁹.

Tržby v strojárskej výrobe v roku 2011 dosiahli 29,5 mld. eur. Z toho:

- *výroba dopravných prostriedkov 17 mld. eur*
- *výroba strojov a zariadení 3,13 mld. eur*
- *výroba kovov a kovových konštrukcií 9,37 mld. eur*

Pre odvetvie je príznačný nielen rast jeho produkcie (index rastu 2011/2010 1,2 – tzn. medziročný rast 20%), ale aj rast pridanej hodnoty výroby (medziročná dynamika rastu pridanej hodnoty 2011/2010 bola 18%). V uvedenom období rástla aj zamestnanosť, celkovo o 5% (vo výrobe kovov a kovových konštrukcií o 4,9%, čo predstavovalo 89 925 nových pracovných miest). Priemyselná produkcia na Slovensku tak dosiahla predkrízovú úroveň už v roku 2011. Očakávaný budúci vývoj je tiež optimistický.⁶⁰

Význam strojárského priemyslu pre našu ekonomiku sa negatívne prejavil v rokoch 2008-2009, kedy došlo k veľkým výpadkom dopytu (predovšetkým exportu) po jeho výrobkoch, čo sa odzrkadlilo nielen na poklese HDP (celkovo o -4,8%), ale aj na raste

59 www.sario.sk userfiles_file_sario_pzi_sektorove_stroj_strojarsky_priemysel zo dňa 8. 2. 2013

60 www.sario.sk userfiles_file_sario_pzi_sektorove_stroj_strojarsky_priemysel zo dňa 8. 2. 2013

nezamestnanosti (+2,6%)⁶¹. Výpadky dopytu zdecimovali výrobu v roku 2009 v pododvetví výroby kovov a kovových konštrukcií o 25% v porovnaní s rokom 2008. Horšie sa rýchla zmena dopytu odzrkadlila na ďalších pododvetviach strojárskoho priemyslu (automobilový priemysel zaznamenal ročný prepád výroby o 48% a pododvetvie výroby strojov a zariadení až o 49%). Od roku 2010 sa však vývoj dopytu aj hospodárskych výsledkov podnikov zlepšuje⁶².

Vstupnou bariérou pododvetvia je vysoká kapitálová a finančná náročnosť spojená s podnikaním v strojárskom priemysle nielen pri jeho zakladaní, ale aj pri udržiavaní konkurencieschopnosti podniku. Nízka úroveň domáceho dopytu sa prejavuje na vysokom podiele výrobkov určených na export, a nutnosti podnikať v medzinárodnom prostredí. Tomu musí vyhovovať aj štandard výrobkov. Skupinu potencionálnych konkurentov teda predstavujú veľké spoločnosti, alebo podnikatelia s vysokým disponibilným kapitálom. Aj tí však musia čeliť ekonomickej sile a už vybudovaným partnerským vzťahom medzi etablovanými podnikmi a odberateľmi, ktorých je na trhu len pár. Riziko vstupu nového konkurenta do odvetvia je preto nízke.

Brzdou ďalšieho vývoja pododvetvia je nedobudovaná a nekvalitná infraštruktúra. Obmedzené sú aj možnosti ďalšieho rastu podnikov vzhľadom na veľkosť trhu, a maximálnu vzdialenosť pri exporte, ktorá je pre podnik vzhľadom na dopravné náklady, akceptovateľná (500-600 km). Veľká časť produkcie hútnickej druhovýroby je použitá ako materiálové vstupy pri stavebnej činnosti, preto je odbyt citlivý aj na zmeny v stavebnom priemysle.

Významnou hybnou silou, ktorá zvyšuje potenciál odvetvia, sú výrobkové a procesné inovácie. Strojárske priemysel ako jedno z málo odvetví zvyšuje každoročne výdavky do výskumu a vývoja:

61 <http://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2009/> zo dňa 8.2. 2013

62 Spracované na základe *Charakteristika strojárskoho priemyslu SR za rok 2010*. vypracovaná Ministerstvom hospodárstva Slovenskej republiky, dostupná na stránke www.economy.gov.sk/charakteristika-strojarskeho-priemyslu-SR-za-rok-2010.pdf zo dňa 8.2.2012

Tabuľka č. 2 Vývoj výdavkov do výskumu a vývoja v Strojárskom priemysle⁶³

Poodvetvie	M. j.	2007	2008	2009	2010
Výroba kovových konštrukcií	tis. Eur	5068	5632	4990	92364
Výroba strojov a zariadení	tis. Eur	7948	8043	5706	10400
Výroba dopravných prostriedkov	tis. Eur	1626	2461	19616	32986
Spolu	tis. Eur	282629	316459	302994	416369

Spracované na základe ŠU SR 2012

Týmto si podniky vytvárajú konkurenčnú výhodu aj v medzinárodnom prostredí.

Pre podniky v rámci *hútnickej druhovýroby* je však príznačná *hybná sila* skôr v podobe *zmeny nákladov a efektívnosti* vplyvom veľkovýroby, nahromadených skúsenosti a veľkým podielom na trhu, nakoľko využívajú jednocelové výrobné zariadenia. Vlastnosti a využitie produktov sa nemení, a tým sa nevytvára priestor na výrazné procesné a výrobné inovácie.

Súčasný stav *konkurencie* v pododvetví výroba kovov a kovových konštrukcií je charakterizovaný miernou koncentráciou. V tejto oblasti na Slovensku podniká celkovo 200 podnikov. Prevažná časť z nich vyrába hlavne pre export. Podnikov s najvýraznejším vplyvom je celkovo 29. *Najdominatnejšie postavenie* má U. S. Steel Košice, s. r. o. (ročné tržby v roku 2011 sa pohybujú na úrovni 2 436 273 Eur). *Prvá skupina* - nasledujúcich prvých piatich podnikov po U. S. Steel Košice, s. r. o. , má približne rovnaký trhovú podiel, ich tržby sa však s porovnaním s jednotkou na trhu pohybujú vo výrazne nižších číslach (v roku 2011 - od 363 678 Eur Slovalco, a. s. po OFZ, a. s. 103 761 Eur). *Druhá skupina podnikov* je tvorená desiatimi podnikmi, ktorých ročné tržby sa pohybujú v niekoľkých desiatkach eur (ak vychádzame z údajov roku 2011, najväčším vplyvom v skupine disponuje podnik Nemak Slovakia, s. r. o. s ročnými tržbami 68 103 Eur, podobnú úroveň tržieb dosahujú ešte tri podniky, zvyšok skupiny dosiahol ročné tržby pohybujúce sa v intervale 30 000 – 11 000 Eur). Do tejto skupiny spadá aj podnik RETIC, s. r. o. (ročné tržby za rok 2011 boli 14 320 Eur). Zvyšok, teda najpočetnejšia podnikov, sú podniky s najnižším vplyvom. Postavenie podnikov na trhu sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom nezmenilo⁶⁴. Najväčším vplyvom v pododvetví teda disponujú:

63 www.sario.sk_userfiles_file_sario_pzi_sektorove_stroj_strojarsky_priemysel zo dňa 8. 2. 2013

64 Spracované na základe odvetvovej analýzy Trend Analyses z www.firmy.etrend.sk_rebricky-firiem_najvacsie-podniky-hutnictva-a-hutnickej-druhovyroby z 8. 2. 2013

1. *U. S. Steel Košice, s. r. o. (Košice)*
2. *Slovalco, a. s. (Žiar nad Hronom)*
3. *Železiarne podbrezová, a. s. (Podbrezová)*
4. *Bekaert Hlohovec, a. s. (Hlohovec)*
5. *ArcelorMittal Gonvarni SSC Slovakia, s. r. o. (Senica)*
6. *OFZ, a. s. (Istebné)*
-
22. *Retic, s. r. o. (Nové Sady)*

Reálnymi konkurentmi pre podnik RETIC, s. r. o. je však len časť z týchto podnikov, ktorá sa venuje výrobe drôtených pletív a klinec, ktoré tvoria gro jeho činnosti (hútnicka druhovýroba). Veľkosťou trhového podielu a výrobnou kapacitou sa jedná o výrazne menšie podniky, ktoré pre spoločnosť nepredstavujú veľkú konkurenciu (BC Torsion, s. r. o., Pilecký, s. r. o., M+M Martinec, s. r. o.).

Charakter výstupov *strojárského priemyslu, pododvetvia výroby kovov a kovových* nie je možné plnohodnotne substituovať. Jedná sa o výrobky, ktoré nie je možné nahradiť, ani vynechať pri stavebnej činnosti, alebo pri oplatení niektorých areálov. Spoločnosť RETIC, s. r. o. vyrába a následne obchoduje s drôtenými pletivami, klinecami, kovovými a rabinovými tkanivami. Za *substitučný výrobok* z hľadiska maloobchodného predaja môžeme považovať v súčasnosti často preferované betónové oplatenia. Maloobchodný predaj má však na tržbách podnikov v tomto pododvetví minimálny podiel.

Pre pododvetvie je príznačný malý počet *dodávateľov*, ktorí dokážu objemom svojej produkcie plnohodnotne zabezpečiť výrobné kapacity podnikov, čo zlepšuje ich vyjednávaciu pozíciu, a zároveň prehľbuje závislosť zásobovania hútnickej druhovýroby od konkrétnych dodávateľov. Dodávatelia nepochádzajú len zo Slovenska, sčasti sa výrobné vstupy importujú aj z Čiech a Rumunska. Na Slovensku má významné postavenie spoločnosť *Bekaert Hlohovec, a. s.*, v Rumunsku je to *Dan Steel Beclean SA*, v Českej republike *Bekaert Bohumín, a. s.* Okrem týchto spoločností je dodávateľský trh tvorený len menšími spoločnosťami s malou výrobnou kapacitou.

Skupina *odberateľov* je naproti tomu rôznorodnejšia; najväčší odbyt výrobkov zabezpečujú *hútnicke sklady* (*Ferona Slovakia, a. s., Raven, a. s.*), nasledované maloobchodnými a veľkoobchodnými predajňami *železiarstiev* a *predajní stavebného materiálu*. Zatiaľ čo prvá skupina je limitovaná existenciou dvoch väčších odberateľov, druhá skupina je nekoncentrovaná, a vytvára priestor na lepšie vyjednávanie o cene. Významnými odberateľmi sú tiež štátne, obecné a metské *lesy a urbáriáty*, ktoré používajú pletivo na ohradzovanie nových výsadzieb stromov a lesných škôlok, *vinohrady*, *poľnohospodárske spoločnosti* a *samostatne hospodáriaci roľníci*. Dopyt je tiež citlivý na objem a zmeny objemu *stavebnej činnosti*. Z geografického hľadiska je väčšia časť produkcie určená na *export*, predovšetkým do Českej republiky, Poľska, Maďarska, Rakúska, Chorvátska a Slovinska. Podiel maloobchodného predaja na celkovom odbyte je minimálny.

3. 3 SWOT analýza

Analýza *interného okolia podniku* nám umožňuje odhaliť kľúčové *silné* a *slabé stránky podniku*, zatiaľ čo analýza *externého prostredia podniku* nám umožňuje odhaľovať významné *príležitosti* a *hrozby*. Všetky tieto vonkajšie a vnútorné faktory ovplyvňujú rozhodnutia o kapitálovej štruktúre podniku. Podnik, na ktorý vplývajú významné hrozby, alebo u ktorého prevláda významnosť slabých stránok nad tými silnými, sa pri riadení kapitálovej štruktúry ubera konzervatívnym smerom a využívanie požičaného kapitálu považuje za viac rizikové.

Syntéza poznatkov z oboch týchto analýz sa stáva informačným východiskom pre SWOT analýzu, ktorá na základe identifikácie a subjektívneho posúdenia významnosti silných stránok (*strenghts*), slabých stránok (*weakness*) podniku a príležitostí (*opportunities*) a hrozieb (*threats*) okolia dáva manažmentu odpoveď na otázku, akú *stratégiu* má zvoliť do *budúcnosti*.

Na základe vykonanej SWOT analýzy (Tabuľka č. 3) bolo zistené, že *významnosť silných stránok je väčšia ako významnosť slabých stránok* a *významnosť príležitostí externého prostredia prevažuje hrozby externého prostredia*.

Odporúčanou stratégiou pre podnik je preto *ofenzívna stratégia* (Schéma č. 4), ako *stratégia ďalšieho rastu podniku*. Podnik by mal svoje investičné zámery orientované na rozšírenie portfólia výroby jednoznačne realizovať.

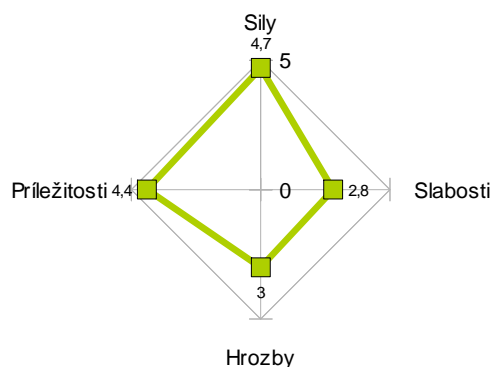
Keďže medzi svoje slabosti firma nezaraďuje ohrozenie platobnej schopnosti, alebo iné nedostatky v oblasti finančného riadenia, ale považuje sa za finančne stabilnú, nepredpokladáme, že súčasná kapitálová štruktúra pôsobí na podnikanie negatívne, alebo že by podniku bránila vo využívaní príležitostí na trhu.

RETIC, s. r. o. si zároveň môže dovoliť vyšší podiel požičaného (cudzieho) kapitálu v kapitálovej štruktúre aj na financovanie svojho rastu.

Tabuľka č. 3 SWOT analýza RETIC, s. r. o.⁶⁵

Interné strategické faktory	Váha	Hodnota	Vážená hodnota
Sily			
dlhodobo etablovaná spoločnosť na trhu	0,20	5	1,00
dobré tuzemské renomé	0,10	5	0,50
dobré zahraničné renomé	0,10	5	0,50
jednotka v šírke škály sortimentu v Európe	0,10	5	0,50
veľkosť výrobných kapacít	0,10	4	0,40
v hútmickej druhovýrobe najväčší producent	0,20	5	1,00
skúsenejší manažment a tvorivý prístup k budúcnosti (plánovanie a investičné zámery)	0,10	5	0,50
vysoký vlastný kapitál a nízka zadlženosť, finančná stabilita podniku	0,10	3	0,30
Súčet	1,00		4,70
Slabosti			
závislosť zásobovania od malého počtu dodávateľov	0,60	3	1,80
vysoká viazanosť finančných zdrojov v zásobách pri príprave na sezónu	0,20	2	0,40
distribučné centra nie sú dcérami spoločnosti, fungujú len na základe personálnych prepojení	0,20	3	0,60
Súčet	1,00		2,80
Externé strategické faktory	Váha	Hodnota	Vážená hodnota
Priležitosti			
využitie eurofondov na rozšírenie podnikania	0,40	4	1,60
využitie medzier v dopyte na ďalší rast	0,50	5	2,50
horizontálna integrácia	0,05	3	0,15
založenie nového podnikania (diverzifikácia rizika)	0,05	3	0,15
Súčet	1,00		4,40
Hrozby			
odchod jedného z najvýznamnejších dodávateľov	0,25	2	0,50
vstup významnej konkurencie na trh	0,25	2	0,50
ďalší pokles stavebnej činnosti (zníženie odbytu produkcie)	0,25	3	0,75
platobná neschopnosť odberateľov	0,20	5	1,00
štátne reštrikcie exportu	0,05	5	0,25
Súčet	1,00		3,00

Graf č. 2 Vybraná stratégia na základe SWOT analýzy



65 Vlastné spracovanie na základe rozhovoru s technicko-ekonomickým riaditeľom spoločnosti RETIC, s. r. o., analýzy makroprostredia a odvetvovej analýzy

3. 4 Primeranosť kapitálovej štruktúry podniku vzhľadom na majetkovú štruktúru a vývoj zadlženosti podniku

Podnik je pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre ovplyvňovaný aj inými faktormi ako sú veľkosť podniku, jeho finančná stabilita, vývoj doterajšej zadlženosti, a majetková štruktúra, ktorá závisí od predmetu podnikania spoločnosti.

V nasledujúcich podkapitolách sa budeme venovať práve skúmaním ich vplyvu na kapitálovú štruktúru.

3. 4 1 Vplyv majetkovej štruktúry na kapitálovú štruktúru podniku

RETIC, s. r. o. je výrobným podnikom, v jeho štruktúre majetku by mal preto figurovať vyšší podiel dlhodobého majetku (obvykle to býva 60:40). Jeho pomer na celkovom majetku podniku sa však pohybuje v sledovanom období od 29,96 do 37,89%. Najväčší podiel v majetkovej štruktúre má tak krátkodobý majetok (62,11-70,04%).

Je to dôsledok *sezónnosti dopytu* – najrušnejšími obdobiami predaja a odbytu produktov sú marec-jún a september-november. V daných obdobiach by nebola schopná výrobná kapacita uspokojiť dopyt, čo je dôvodom, prečo v "hluhých" obdobiach podnik naďalej vyrába zvýšené objemy produktov, a tým viaže vysoký podiel majetku v zásobách⁶⁶. Ďalej budeme skúmať, či podnik pri tvorbe kapitálovej štruktúry túto, pre výrobný podnik špecifickú majetkovú štruktúru, zohľadnil:

Tabuľka č. 4 Majetková štruktúra podniku a jej vývoj

Položka	2009	2010	2011
Podiel dlhodobého majetku na celkovom majetku	33,79%	29,96%	37,89%
<i>z toho:</i>			
Dlhodobý nehmotný majetok	0,00%	0,02%	0,17%
Dlhodobý hmotný majetok	33,79%	29,94%	37,71%
Dlhodobý finančný majetok	0,00%	0,00%	0,00%
Podiel krátkodobého majetku na celkovom majetku	66,21%	70,04%	62,11%
<i>z toho:</i>			
Zásoby	25,81%	31,76%	37,61%
Pohľadávky	24,99%	34,80%	18,64%
Finančné účty	15,22%	3,39%	5,32%

66 Spracované na základe rozhovoru s technicko-ekonomickým riaditeľom spoločnosti RETIC, s. r. o.

V súvislosti s financovaním podniku a majetkovou štruktúrou podniku hovoríme o dvoch pravidlách – *zlaté pravidlo financovania* a *zlaté bilančné pravidlo*. Obe pravidlá vychádzajú z finančnej súvahy (Príloha C), ktorá odstraňuje nedokonalosť rozdelenia majetkových položiek a zdrojov krytia účtovnej súvahy z pohľadu príslušnosti k podnikovému transformačnému procesu (u členenia majetku) alebo vlastníctva (pri členení zdrojov krytia majetku). Kritériom členenia je pri finančnej súvahe totiž čas.

Dodržanie zlatého bilančného pravidla

Tabuľka č. 5 Zlaté bilančné pravidlo⁶⁷

Položka	2009	2010	2011
Dlhodobý majetok	2 228 720 €	2 162 300 €	2 477 928 €
Vlastné imanie	1 794 979 €	2 507 777 €	2 316 759 €
Dlhodobé zdroje krytia	1 020 909 €	758 764 €	801 217 €
Prekapitalizácia	-587 168 €	-1 104 241 €	-640 048 €

V zmysle zlatého bilančného pravidla má byť dlhodobý majetok krytý dlhodobými zdrojmi krytia. V praxi sa jedná o výnimočný stav, pričom preferovanejší nebilančný stav je ten, pri ktorom objem dlhodobých zdrojov krytia podniku prevažuje dlhodobý majetok, nazývaný *prekapitalizácia*.

Ako môžeme vidieť v Tabuľke č. 5, v podniku RETIC, s. r. o. nie je zlaté bilančné pravidlo dodržané, a podnik je vo všetkých účtovných obdobiach *prekapitalizovaný*. Keďže dlhodobý majetok nie je krytý krátkodobými zdrojmi krytia podniku, *finančná a kapitálová štruktúra* nevytvárajú predpoklady na vznik finančných ťažkostí, nekopírujú však presne *majetkovú štruktúru*, a časť krátkodobého majetku je krytá dlhodobými zdrojmi.

Zlaté pravidlo financovania

Tabuľka č. 6 Zlaté pravidlo financovania⁶⁸

Položka	2009	2010	2011
Krátkodobý majetok	4 367 235 €	5 055 005 €	4 062 716 €
Krátkodobé zdroje krytia	3 780 067 €	3 950 764 €	3 422 668 €
Čistý pracovný kapitál	587 168 €	1 104 241 €	640 048 €

67 Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti RETIC, s. r. o. za účtovné obdobia 2009, 2010 a 2011

68 Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti za účtovné obdobia rokov 2009 – 2011

V zmysle zlatého pravidla financovania má byť majetok v podniku takú istú dobu, za akú má podnik vráti zdroje, za ktoré bol tento majetok obstaraný. Zmyslom pravidla je teda zabezpečiť, aby si bol majetok "schopný na seba zarobiť".

Tabuľka č. 6 nám hovorí o tvorbe *čistého pracovného kapitálu (ČPK)* vo všetkých obdobiach. Jedná sa o pozitívny stav s ohľadom na zachovanie finančnej stability podniku – požadovaná doba splatnosti zdrojov krytia majetku je dlhšia než doba držania majetku.

Zlaté pravidlo financovania nám však na rozdiel od zlatého bilančného pravidla umožňuje aj posúdiť dokedy je *optimálne používať drahšie cudzie zdroje na krytie krátkodobého majetku* - ČPK má slúžiť len na dofinancovanie zásob ($\text{ČPK/Zásoby} < 1$).

Tabuľka č. 7 Využívanie ČPK⁶⁹

Položka	2009	2010	2011
Zásoby	1 702 744 €	2 291 952 €	2 460 115 €
Čistý pracovný kapitál	587 168 €	1 104 241 €	640 048 €
ČPK/Zásoby	0,34	0,48	0,26
Zhodnotenie	prípustné	prípustné	prípustné

Počas sledovaného obdobia bol pomer ČPK k zásobám menší ako 1, tzn. podnik využíva tieto drahšie zdroje len na dofinancovanie časti zásob. Ako už bolo spomínané predtým, je to dôsledok sezónneho nárast dopytu, na ktorý sa podnik pripravuje vysokou tvorbou zásob.

Majetková štruktúra sa teda vyznačuje vysokým podiel zásob (krátkodobého majetku) na aktívach, v štruktúre zdrojov krytia však prevažujú dlhodobé zdroje krytia majetku, tie sú však využívané efektívne a neplytvá sa nimi. Majetková štruktúra na kapitálovú štruktúru, ani na hodnotu podniku retardačne nevyplýva. Zároveň ani neohrozuje finančnú stabilitu podniku.

69 Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti za účtovné obdobia rokov 2009 - 2011

3. 4. 2 Vývoj zadlženosti podniku

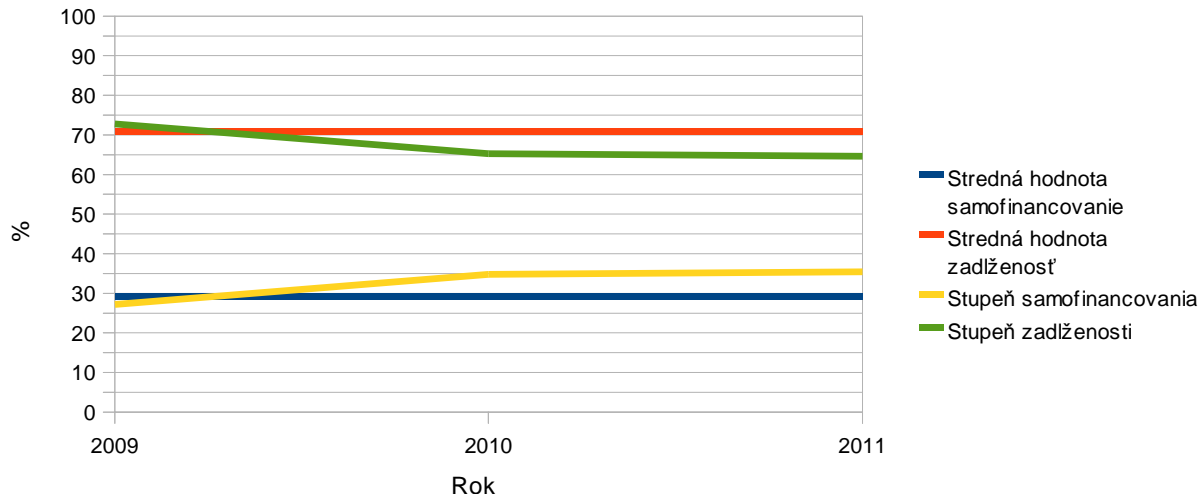
Súčasný pomer požičaného kapitálu v kapitálovej štruktúre, a jeho cena ovplyvňuje rozhodnutia o investičných zámeroch spoločnosti a tiež o zdrojoch krytia, ktoré budú použité na ich financovanie, ako aj na financovanie chodu podniku.

Na základe medzipodnikového porovnávania⁷⁰ vrámci pododvetvia výroba kovov a kovových konštrukcií okrem strojov a zariadení môžeme hodnotiť vývoj súčasnej zadlženosti nielen v čase, ale aj v priestore.

Pomer vlastného a cudzieho kapitálu v kapitálovej štruktúre nám umožňujú sledovať a porovnávať ukazovatele stupeň samofinancovania a stupeň zadlženosti podniku.

Stupeň samofinancovania podniku má rastúcu tendenciu, dynamika jeho rastu 2011/2010 sa však spomalila (nárast 2010/2009 +28%, nárast 2011/2010 +2%). Vývoj samofinancovania podniku znázorňuje nasledujúci graf:

Graf č. 3 Stupeň zadlženosti a samofinancovania objektivizovaný v čase a priestore



Spracované na základe účtovnej závierky spoločnosti za roky 2009,2010,2011 a publikácie Slovak Credit Bureau Stredné hodnoty finančných pomerových ukazovateľov priemyselných odvetví za rok 2006

⁷⁰ Medzipodnikové porovnanie v odvetví je spracované na základe stredných hodnôt z publikácie Slovak Credit Bureau Stredné hodnoty finančných pomerových ukazovateľov priemyselných odvetví z roku 2006

V grafe č. 3 vidíme, že stupeň samofinancovania od roku 2010 presahuje medián, a podiel vlastných zdrojov v kapitálovej štruktúre rastie. To sa samozrejme podpisuje aj na znižujúcej sa miere zadlženosti podniku v rovnakom časovom období.

Nárast zásob v sledovanom období korešponduje s nárastom nerozdeleného zisku. Keďže podnik nepoužíva krátkodobé bankové úvery na financovanie zásob, a doba splatnosti záväzkov je výrazne kratšia ako doba splatnosti pohľadávok alebo obrat zásob, podnik pravdepodobne na tieto účely sčasti využíva aj nerozdelený zisk.

Tým pádom podnik nevyužíva výhody finančnej páky (daňový štít), a financuje obežný majetok drahším dlhodobým vlastným kapitálom. Vo všetkých rokoch však hodnota čistého pracovného kapitálu (ČPK) nepresahovala hodnotu zásob, tzn. súčasná úroveň stupňa samofinancovania neohrozuje rentabilitu podniku. Rovnako, ani súčasná zadlženosť neohrozuje finančnú stabilitu podniku, a tým nezvyšuje riziko vlastníkov podniku a podnik si môže dovoliť i viac cudzieho kapitálu.

Pri analýze majetkovej štruktúry sme uvádzali, že výrobná kapacita by nebola v hlavnej predajnej sezónne schopná plnohodnotne uspokojiť dopyt, preto sa výrobná kapacita plne využíva aj v "hluchých" obdobiach, a podnik veľký objem kapitálu viaže v zásobách.

Aj keď v súčasnosti je pomer ČPK k zásobám prípustný ($ČPK < Zásoby$), využívaním krátkodobého a dlhodobého požičaného kapitálu by podnik mohol využívať výhody daňového štítu (a minimalizovať náklady kapitálu) bez toho, aby mu hrozilo riziko platobnej neschopnosti vyplývajúce z časového nesúladu doby návratnosti kapitálu, a doby na splatenie záväzku. Zároveň by mu tak ostal k dispozícii nerozdelený zisk na financovanie dlhodobého majetku (budov a pozemkov), ktorý musí podnik obstaráť v súvislosti s rozširovaním výrobného sortimentu.

3. 5 Vplyv nákladov vlastného kapitálu, požičaného kapitálu a nákladov celkového kapitálu podniku na kapitálovú štruktúru

V teoretickej časti práce sme vyvodzovali *optimálnosť kapitálovej štruktúry* v závislosti od maximalizácie trhovej hodnoty podniku a *minimálnych nákladov kapitálu*. V rámci tejto podkapitoly sa preto budeme venovať kvantifikácii nákladov a hodnoteniu súčasného stavu kapitálovej štruktúry v závislosti od ceny vlastného, požičaného a celkového kapitálu. Pre tento účel použijeme model priemerných vážených nákladov kapitálu WACC. Predtým však musíme stanoviť náklady požičaného a náklady vlastného kapitálu.

Náklady požičaného kapitálu (N_{PK})

Podnik využíva jeden dlhodobý bankový úver, ktorý v minulosti obstaral za účelom centralizácie výroby a riadenia podniku. V súčasnosti je už väčšia časť z tohto úveru splatená, alebo spadá do krátkodobých záväzkov.

Tabuľka č. 8 Výpočet nákladov požičaného kapitálu

Položka	2009	2010	2011
Úročené cudzie zdroje	1 788 789 €	2 085 425 €	1 198 503 €
Debetné úroky	140 724 €	133 937 €	144 707 €
Cena požičaného kapitálu	7,87%	6,42%	12,07%
Daňový štít	0,81	0,81	0,81
Cena požičaného kapitálu po zohľadnení daňového štítu	6,37%	5,20%	9,78%
NÁKLADY POŽIČANÉHO KAPITÁLU	122 954 €	115 457 €	131 365 €

Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti za roky 2009, 2010, 2011

Vychádzame zo vzťahu:

$$N_{PK} = (\text{debetné úroky} * \text{daňový štít}) / \text{úročené cudzie zdroje}^{71}$$

Po zohľadnení daňového štítu je požadovaná výnosnosť požičaného kapitálu v sledovanom období: v roku 2009 6,37%, v roku 2010 5,20% a v roku 2011 až 9,78%.

Náklady požičaného kapitálu tak rástli vplyvom ceny požičaného kapitálu, v roku 2011 aj vplyvom zvýšenia objemu úročených cudzích zdrojov, v tomto prípade bankových

71 daňový štít predstavuje rozdiel 100%- 19% sadzby dane z príjmov, o ktoré sa následne znižuje cena požičaného kapitálu

úverov. Pohľadom do finančnej súvahy podniku (Príloha C) vidíme, že v roku 2011 došlo k zníženiu pomeru krátkodobých úverových zdrojov k celkovým úverovým zdrojom, a zároveň narástol objem dlhodobých bankových úverov.

Vplyv nákladov požičaného kapitálu na kapitálovú štruktúru v roku 2011 pôsobil na kapitálovú štruktúru negatívne, pretože zvyšoval priemernú cenu kapitálu podniku. Negatívne tak náklady požičaného kapitálu pôsobili aj na trhovú hodnotu podniku.

Náklady vlastného kapitálu (N_{VK})⁷²

Na kvantifikáciu nákladov vlastného kapitálu využijeme model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Bezrizikovú mieru výnosnosti sme stanovili na úrovni štátneho dlhopisu s 15 ročnou lehotou splatnosti⁷³ (emitovaného 14. 10. 2010) na 4,75%. Prirážka za trhovú riziko bola stanovená na 5,50%. Výšku systematického rizika vrátane vplyvu kapitálovej štruktúry β_z sme stanovili na základe úpravy sektorového ukazovateľa β_s ⁷⁴.

Výpočet systematického rizika β_n

Tabuľka č. 9 Stanovenie β_n

Položka	2009	2010	2011
Sektorový koeficient beta (β_s)	0,89	0,89	0,89
Vlastný kapitál minulého obdobia	1 739 089	1 794 979	2 507 777
Požičaný kapitál minulého obdobia	1 475 206	1 788 789	2 085 425
Daňový štít	0,81	0,81	0,81
Systematické trhovú riziko β_n	0,53	0,49	0,53

Spracované na základe www.damodaran.com a účtovných závierok spoločnosti za roky 2009,2010,2011

Výpočet realizujeme na základe vzťahu:

$$\text{Systematické riziko } \beta_n = \frac{\text{sektorový koeficient } \beta_s}{\text{daňový štít} * (\text{požičaný kapitál m. obd.} / \text{vlastný kapitál m. obd.})}$$

[daňový štít * (požičaný kapitál m. obd./ vlastný kapitál m. obd.)]

Systematické riziko β_n , ktoré budeme používať pri výpočte systematického rizika

72 JAKUBEC, M., KARDOŠ, P. KUBICA, M.: *Riadenie hodnoty podniku – praktikum*. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-379-2. 59 s.

73 <http://www.ardal.sk/img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.html> zo dňa 8. 3. 2013

74 www.damodaran.com zo dňa 8. 3. 2013

vrátane vplyvu kapitálovej štruktúry β_z . Systematické riziko β_n sa menilo vplyvom zmeny pomeru vlastného a cudzieho kapitálu – v roku 2010 priaznivo – pokles o 4%, v roku 2011 však opäť narástlo, a dosiahlo úroveň roku 2009.

Výpočet systematického trhového rizika po zohľadnení kapitálovej štruktúry β_z

Tabuľka č. 10 Stanovenie β_z

Položka	2009	2010	2011
Systematické trhové riziko β_n	0,53	0,49	0,53
Vlastný kapitál obdobia	1 794 979	2 507 777	2 316 759
Požičaný kapitál obdobia	1 788 789	2 085 425	1 198 503
Daňový štít	0,81	0,81	0,81
Systematické trhové riziko β_z	0,95	0,82	0,75

Spracované na základe účtovných závierok a vlastných prepočtov

Výpočet realizujeme na základe vzťahu:

Systematické trhové riziko $\beta_z = \beta_n * [\text{daňový štít} * (\text{požičaný kapitál}/\text{vlastný kapitál})]$

Systematické trhové riziko po zohľadnení kapitálovej štruktúry β_z každoročne klesalo, čo je pre kapitálovú štruktúru a hodnotu podniku priaznivý vývoj.

Výpočet nákladov vlastného kapitálu

Predošlými postupmi spolu s údajmi z účtovných závierok môžeme prístupíť k samotnému stanoveniu nákladov vlastného kapitálu (N_{VK}):

CAPM: $N_{VK} = \text{bezriziková úroková miera} + \beta_z * \text{prirážka za trhové riziko}$

tzn.

*Náklady vlastného kapitálu v roku 2009 = 4,75% + 0,95 * 5,50% = 9,99%*

*Náklady vlastného kapitálu v roku 2010 = 4,75% + 0,82 * 5,50% = 9,28%*

*Náklady vlastného kapitálu v roku 2011 = 4,75% + 0,75 * 5,50% = 8,90%*

Náklady celkového kapitálu (WACC)

Náklady celkového kapitálu určíme prostredníctvom už spomínaného *modelu priemerných nákladov kapitálu WACC*:

$$\mathbf{WACC = N_{PK} * \text{daňový štít} * PK/CK + N_{VK} * VK/CK}$$

$$WACC_{2009} = 6,37 * 49,91 + 9,99 * 50,09 = \mathbf{8,19\%}$$

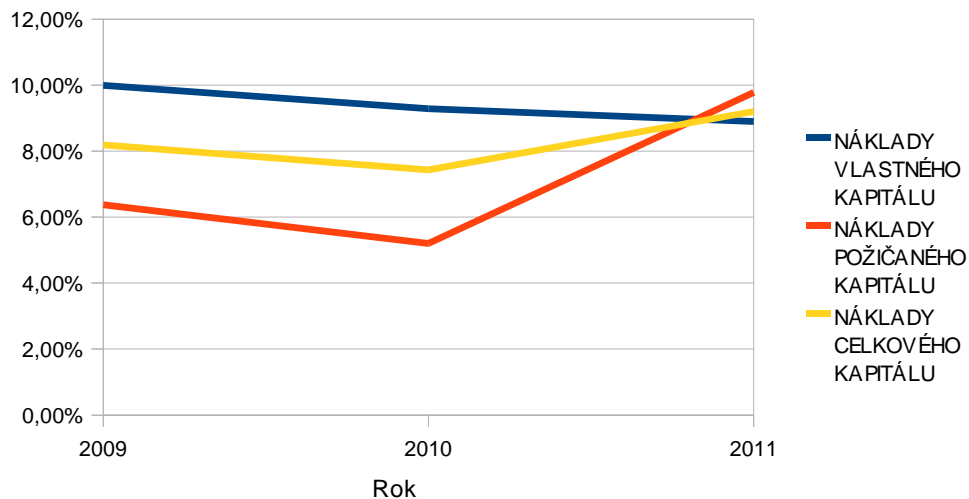
$$WACC_{2010} = 5,20 * 45,40 + 9,28 * 54,60 = \mathbf{7,43\%}$$

$$WACC_{2011} = 9,78 * 65,91 + 8,90 * 34,09 = \mathbf{9,20\%}$$

Náklady celkového kapitálu v roku 2010 poklesli o 0,76%, v nasledujúcom roku však narástli o 1,85%. Tieto však nerástli vplyvom nárastu objemu vlastného kapitálu, ale predovšetkým negatívnym vývojom požadovanej miery návratnosti požičaného kapitálu. V tomto prípade dochádza k porušeniu pravidla, že náklady vlastného kapitálu sú vždy vyššie ako náklady požičaného kapitálu.

V uvedenom roku (2011) síce došlo iba k miernemu medziročnému nárastu dlhodobých bankových úverov - +1%, čo predstavuje €8.690,-, zároveň však došlo k rapídemu zníženiu krátkodobých bankových úverov - 67%, čo predstavuje €895.612,-, čo znamená, že v štruktúre požičaného kapitálu sa zvýšil pomer drahšej formy úverovania.

Graf č. 3 Vývoj nákladov vlastného, požičaného a celkového kapitálu



Vlastné spracovanie

Náklady celkového kapitálu teda pôsobia na trhovú hodnotu podniku negatívne, znižujú ju (ako budeme demonštrovať ďalej). Priaznivý vplyv majú každoročne klesajúce náklady vlastného kapitálu, ich vplyv je však zanedbateľný pôsobením zmien štruktúry požičaného kapitálu, ktorý sa odzrkadluje na nákladoch kapitálu vo väčšej miere.

Výpočet hodnoty podniku podnikateľskou výnosovou metódou pri obmedzenej životnosti podniku za účelom poukázania na negatívny vplyv nákladov kapitálu na hodnotu podniku⁷⁵

Výpočet hodnoty podniku budeme realizovať na základe podnikateľskej metódy pri obmedzenej životnosti podniku, ktorá je najfrekvencovanejšou metódou uplatňovanou pri znaleckom oceňovaní v našich podmienkach. V nestálom ekonomickom prostredí je nám táto metóda pri obmedzenej životnosti podniku schopná poskytnúť objektívnejšie výsledky ako pri neobmedzenej životnosti⁷⁶.

Východiskom pre znalecké ocenenie podniku je stanovenie hodnoty odčerpateľných zdrojov a hodnoty konečnej. Diskontným faktorom sa pre nás stávajú náklady celkového kapitálu. Za odčerpateľný zdroj v tejto súvislosti budeme považovať peňažné toky (cash flow, ďalej označované ako CF), pretože práve tieto vyjadrujú schopnosť podniku premeny výkonov podniku na financie (vyjadrujú finančný potenciál podniku), a tým pádom sú spoľahlivejším ukazovateľom ako výsledok hospodárenia, ktorý vyjadruje produkčný potenciál podniku. **Pri výpočte samotnej všeobecnej hodnoty podniku budeme vychádzať z CF 2009, 2010 a 2011 a hodnoty konečnej k 31.12.2011. Vplyvom CF a umocňovania diskontných faktorov však predpokladáme skreslenie hodnoty podniku vplyvom iných činiteľov, preto v tejto práci venujeme priestor aj prognózovaniu na základe rovnakej bázy a umocňovania, ale odlišnej ceny kapitálu v rokoch 2009, 2010 a 2011. Upozorňujeme, že podnikateľskú metódu pri obmedzenej životnosti využívame na demonštrovanie vplyvu nákladov kapitálu na hodnotu podniku, nie za cieľom objektívneho stanovenia hodnoty podniku.**

75 JAKUBEC, M. - Kardoš, P. - KUBICA, M. 2012. *Aktuálne právne predpisy pre znalcov, tlmočníkov a prekladateľov*. Brno: Tribun EU, 2012. ISBN 978-80-263-0033-5. 223 s.

76 Kardoš P. - prednáška z predmetu Riadenie hodnoty podniku 12. 4. 2013

Výpočet hodnoty prognózovaných odčerpateľných zdrojov (OZ):

Pri výpočte CF ako odčerpateľného zdroja budeme vychádzať z premisy, že CF v nasledujúcich piatich rokoch 2012 – 2016 bude každoročne rásť o 4%⁷⁷. **Z dôvodu poukázania na negatívny vplyv nákladov vlastného kapitálu na odčerpateľné zdroje budeme vychádzať z prognózovaných odčerpateľných zdrojov, ktoré budeme následne diskontovať nákladmi kapitálu roku 2011, 2010 a 2009. Zachováme tak jednotnú bázu na porovnávanie, hodnota odčerpateľných zdrojov bude ovplyvnená len nákladmi kapitálu.**

Neodiskontované odčerpateľné zdroje 2012 = 102 831⁷⁸ * 1,04 = 106 944 Eur

Neodiskontované odčerpateľné zdroje 2013 = 106 944 * 1,04 = 111 222 Eur

Neodiskontované odčerpateľné zdroje 2014 = 111 222 * 1,04 = 115 671 Eur

Neodiskontované odčerpateľné zdroje 2015 = 115 671 * 1,04 = 120 298 Eur

Neodiskontované odčerpateľné zdroje 2016 = 120 298 * 1,04 = 125 110 Eur

Výpočet hodnoty diskontovaných odčerpateľných zdrojov budeme realizovať na základe vzorca:

$$H_{oz} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t}$$

Kde:

H_{oz} = Hodnota odčerpateľných zdrojov [Eur]

OZ_t = Odčerpateľný zdroj daného roka [[Eur]

$(1 + i)$ = diskontný faktor daný súčtom čísla jeden a nákladu celkového kapitálu

t = poradové číslo daného roka

n = počet období

77 Jedná sa o spriemerované hodnoty súčtu zmeny finančných účtov r. 2010/2009 – 74%, a zmeny finančných účtov r. 2011/2010 + 42% (východiskom je index finančných účtov 2010/2009 a index finančných účtov 2011/2011 z Prílohy č. 3 – Finančná súvaha); v roku 2010 mal podnik záporné peňažné toky, čo znemožnilo objektívne spriemerovať zmeny CF v obdobiach 2010/2009 a 2011/2010

78 CF v roku 2011 boli €102 831,- (Príloha C Finančná súvaha – rozdiel finančných účtov v rokoch 2011 - 2010)

Ďalej s týmito odčerpateľnými zdrojmi pracovať nebudeme, ich účelom je len zobrazit' vplyv rastúcich nákladov kapitálu na znižovanie všeobecnej hodnoty podniku. Peňažné toky (CF) sú určené na základe jednoduchej prognózy, za predpokladu že nedôjde k výraznejším investíciám do rastu podniku, alebo obnovy jeho majetku, či iných plánovaných alebo nepredvídaných okolností v podniku. Zároveň na základe doterajšieho skúmania nepredpokladáme existenciu žiadnych faktorov, ktoré by spôsobili ukončenia podnikania spoločnosti.

Tabuľka č. 11 Výpočet diskontovaných odčerpateľných zdrojov, zvolený diskontný faktor náklady celkového kapitálu v roku 2009

	M. j.	2012	2013	2014	2015	2016	Spolu
Diskontný faktor	Koef.	1,089	1,186	1,291	1,406	1,532	-
OZ	Eur	106 944	111 222	115 671	120 298	125 110	-
diskontované OZ	Eur	98 204	93 785	89 565	85 535	81 687	448 777

Vlastné spracovanie

Tabuľka č. 12 Výpočet diskontovaných odčerpateľných zdrojov, zvolený diskontný faktor náklady celkového kapitálu v roku 2010

	M. j.	2012	2013	2014	2015	2016	Spolu
Diskontný faktor	Koef.	1,074	1,154	1,240	1,332	1,431	-
OZ	Eur	106 944	111 222	115 671	120 298	125 110	-
diskontované OZ	Eur	99 548	96 369	93 293	90 314	87 430	466 954

Vlastné spracovanie

Tabuľka č. 13 Výpočet diskontovaných odčerpateľných zdrojov, zvolený diskontný faktor, náklady celkového kapitálu v roku 2011

	M. j.	2012	2013	2014	2015	2016	Spolu
Diskontný faktor	Koef.	1,092	1,192	1,302	1,422	1,553	-
OZ	Eur	106 944	111 222	115 671	120 298	125 110	-
diskontované OZ	Eur	97 934	93 271	88 829	84 599	80 571	445 204

Vlastné spracovanie

Vplyvom zmeny diskontného faktora (nákladov celkového kapitálu) klesá hodnota odčerpateľných zdrojov a konečná hodnota, ktorých súčet nám dáva všeobecnú hodnotu podniku. Všetky uvedené veličiny sú v nepriamej úmere k diskontnému faktoru, tzn. keď v roku 2011 došlo k zdraženiu nákladov požičaného kapitálu, ktorý sa prejavil vo zvýšení nákladov celkového kapitálu, došlo zároveň k zníženiu hodnoty podniku. Náklady požičaného kapitálu a náklady celkového kapitálu v roku 2011 znižujú hodnotu podniku, preto ich pokladáme za retardačné faktory kapitálovej štruktúry, pri optimalizácií ktorej je

kladené ťažisko na minimalizáciu kapitálových nákladov a maximalizáciu hodnoty podniku.

Upozorňujeme, že sa jedná o hrubý výpočet odčerpateľných zdrojov (CF) na základe primerného rastu finančných účtov, nemáme k dispozícii finančný plán podniku. Toto je ukážka toho, ako by sa mohli vyvíjať odčerpateľné zdroje, ak podnik bude pokračovať ďalej v činnosti.

Výpočet konečnej hodnoty podniku za predpokladu ukončenia činnosti

k 31. 12. 2011:

Likvidačný prebytok podniku sme stanovili na €6 540 644,-, čo je hodnota majetku k 31. 12. 2011. Jedná sa o zjednodušené určenie likvidačného prebytku, konkrétnejšie informácie o reálnej hodnote majetku podniku nemáme. Rovnako účelom tejto diplomovej práce nie je stanovenie hodnoty podniku, ale len poukázanie vplyvu determinantov kapitálovej štruktúry na hodnotu podniku. Znalec z odboru Ekonómia a manažment by preto s ohľadom na možnosti obhliadky majetku podniku a zváženia možností jeho speňazenia stanovil likvidačný prebytok objektívnejšie.

Výpočet konečnej hodnoty podniku (H_K) realizuje na základe vzťahu:

$$H_K = \text{likvidačný prebytok} / (1 + \text{WACC})^{t+1}$$

tzn.

$$H_K (2009) = 6\,540\,644 / (1,0819)^{2+1} = 5\,164\,867 \text{ Eur}$$

$$H_K (2010) = 6\,540\,644 / (1,0743)^{1+1} = 5\,667\,211 \text{ Eur}$$

$$H_K (2011) = 6\,540\,644 / (1,092)^{0+1} = 5\,989\,601 \text{ Eur}$$

Výpočet hodnoty podniku

Pri realizácii výpočtu vychádzame zo vzorca:

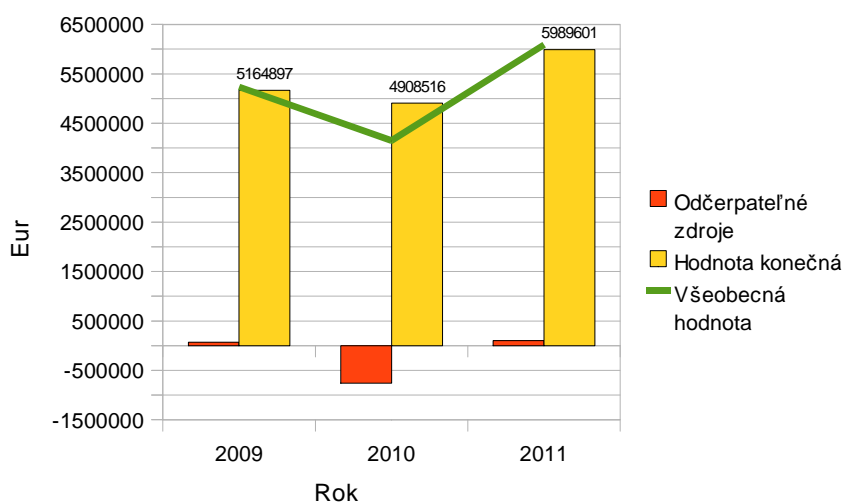
Všeobecná hodnota podniku = Hodnota odčerpateľných zdrojov⁷⁹ + Konečná hodnota
následne:

Všeobecná hodnota podniku (2009) = 70 411 + 5 164 897 = 5 235 308 Eur

Všeobecná hodnota podniku (2010) = - 758 695 + 5 667 211 = 4 908 516 Eur

Všeobecná hodnota podniku (2011) = 102 831 + 5 989 601 = 6 092 432 Eur

Graf č. 4 Všeobecná hodnota pri predpoklade ukončenia podnikateľskej činnosti k 31.12.2011



Spracované na základe vlastných prepočtov

Graf č. 4 nám síce vypovedá o najvyššej všeobecnej hodnote podniku, avšak tá rástla predovšetkým vplyvom umocňovania diskontných sadzieb pri stanovovaní hodnoty konečnej (pretože každý rok je diskontovaný rôzne dlho a s rastúcou dobou diskontovania súčasná hodnota peňazí klesá). Prepad hodnoty podniku v roku 2010 je spôsobený negatívnymi CF v danom období. Negatívny vplyv rastúcich nákladov kapitálu sme mohli spozorovať pri stanovení odčerpateľných zdrojov na báze predpokladaných OZ v rokoch 2012-2016.

⁷⁹ za odčerpateľné zdroje v tomto prípade považuje CF za jednotlivé roky zistený (vychádzame z medziročnej zmeny peňažných prostriedkov vo finančnej súvahe, Príloha C) – v roku 2009 + €70 411,- ; v roku 2010 - €758 695,- a v roku 2011 + €102 831,-.

3. 6 Diskusia

V závere kapitoly sa zameriame na sumarizáciu jednotlivých vplyvov, ktorým sme sa venovali v predošlých kapitolách:

Na začiatku praktickej časti práce sme si predstavili podnik RETIC, s. r. o. - zamerali sme sa predovšetkým na interné faktory podniku z pohľadu charakteru jeho podnikania. Podnik je dlhodobo etablovaný, podniká v medzinárodnom prostredí. Charakter jeho výrobných výstupov (výroba pletív a iných drôtených konštrukcií) umožňuje realizovať nielen do maloobchodnej sféry, ale aj do stavebného odvetvia, hútnických skladov a uspokojovať potreby aj ostatných odberateľov (štátne lesy, parky, priemyselné parky, atď.).

V nadväznosti na charakter podniku sme sa venovali analýze externého prostredia; podnik je ovplyvňovaný jednak makroprostredím, ktoré predstavuje všeobecné podmienky pre podnikanie všetkých tuzemských podnikateľských subjektov, a zároveň odvetvovým prostredím, v ktorom podniká.

Makroekonomické ukazovatele vypovedajú nielen o raste hrubého domáceho produktu (HDP), čo je pre podnik pozitívnou správou, ale zároveň aj o rastúcej nezamestnanosti a prehlbujúcej sa sociálnej nerovnosti pri rozdeľovaní dôchodkov v spoločnosti, ktoré môžu znížiť dopyt jednak v maloobchodnom predaji jeho produkcie (ktorý však tvorí len nepatrnú časť tržieb), a zároveň sa môžu prejaviť aj poklesom stavebnej činnosti, pričom stavebníctvo tvorí významnú skupinu tuzemských odberateľov. Pozitívne sa dlhodobo vyvíjala inflácia a základná úroková miera, ktoré zatraktívňujú zadlžovanie sa. RETIC, s. r. o. podniká okrem Slovenska aj v Európe, v politicky stabilnom prostredí. *Podnik do blízkej budúcnosti plánuje rásť rozšírením vyrábaného sortimentu.*

Strojárske priemysel, pod ktoré spadá aj pododvetvie *hútnická druhovýroba, výroba kovov a kovových konštrukcií okrem strojov a zariadení*, v ktorom podniká RETIC, s. r. o. je strategickým odvetvím slovenského priemyslu. Hnacími silami sú procesné inovácie a zmena nákladovosti a efektívnosti. Na Slovensku existuje len zopár

dodávateľov, ktorí sú svojou výrobnou kapacitou schopný uspokojiť požiadavky skúmaného podniku a jeho konkurentov. Štruktúra odberateľov je rôznorodejšia, podnik dodáva výrobky na Slovensku pre personálne spriaznené spoločnosti, ktoré ho následne realizujú do maloobchodnej sféry, zásobuje však aj hútnicke sklady, stavebné spoločnosti, priemyselné spoločnosti, poľnohospodárske podniky a iné subjekty. Podnik je však aj napriek tomu proexportne orientovaný (viac ako 60% výroby sa vyváža do Českej republiky, Poľska, Maďarska, Rakúska a Chorvátska). RETIC, s. r. o. predstavuje kapacitou a trhovým podielom najväčší podnik v porovnaní so slovenskou konkurenciou. Najväčšími konkurentmi sú spoločnosti BC Torsion, s. r. o., Pilecký, s. r. o. a M+M Martinec, s. r. o. Jedná sa však o neporovnateľne menšie podniky. Okrem nich existuje ešte viacero malých podnikov.

Podľa údajov zo stránky Štatistického úradu slovenskej republiky vidíme, že v prvom mesiaci roku 2013 došlo k rastu produkcie strojárkeho priemyslu o 8,6%, pričom v pododvetví, v ktorom podniká skúmaný podnik sa jednalo o rast až o 27,1% (referenčný rok 2010, tržby sú vyčíslené v stálych cenách referenčného roku)⁸⁰. Produkcia pododvetvia sa v roku 2012 vyvíjala rôzne, pri používaní už predtým spomínanej metodiky však v porovnaní s rokom 2010 v roku 2012 narástla o 26,2%, za prvý mesiac o 19,6%⁸¹. V porovnaní prvých mesiacov rokov 2012 a 2013 teda došlo k zvýšeniu produkcie (tento rast sme predpokladali už na základe prognózovaného rastu HDP v roku 2013), rast produkcie teda predpokladáme aj v budúcnosti, a pod podnikanie RETIC, s. r. o. sa pozitívne bude podpisovať aj budúcnosti.

Pri skúmaní interných vplyvov na kapitálovú štruktúru, a následne aj hodnotu podniku sme si zvolili nasledovné faktory:

- *majetková štruktúra* – podnik je vo všetkých sledovaných obdobiach prekapitalizovaný. Miera jeho prekapitalizácie, resp. tvorba čistého pracovného kapitálu však nie je vyššia ako hodnota jeho zásob, takže doterajšia úroveň prekapitalizácie *neznižuje hodnotu podniku*
- *zadlženosť podniku* – podnik v sledovanom období znižuje svoju zadlženosť, a nevyužíva tak úplne výhody daňového štítu. Podnik viaže veľké množstvo zdrojov

80 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=60191> zo dňa 4. 4. 2013

81 <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=43671> zo dňa 4. 4. 2013

v zásobách, keď sa pripravuje na hlavnú predajnú sezónu, na tento účel však využíva aj drahšie trvalé vlastné zdroje. Optimálnejšie vzhľadom na maximalizáciu hodnotu podniku je použiť na financovanie zásob krátkodobý požičaný kapitál, a trvalé vlastné zdroje použiť na financovanie investícií do rastu podniku (predovšetkým kúpu pozemkov alebo budov). *Vplyv zadlženosti podniku v tomto prípade nemôžeme hodnotiť za jednoznačne negatívny, alebo pozitívny, preto budeme vplyv kapitálovej štruktúry na hodnotu podniku hodnotiť predovšetkým na základe nákladov kapitálu.*

- *náklady požičaného kapitálu – pôsobia na hodnotu podniku negatívne.* V roku 2011 klesol pomer krátkodobého požičaného kapitálu k celkovému požičanému kapitálu, a v štruktúre požičaného kapitálu tak dominuje predovšetkým dlhodobý požičaný kapitál, ktorý je z hľadiska úrokov drahšou formou financovania.
- *náklady vlastného kapitálu sa každoročne znižovali, a tým pádom je ich vplyv na hodnotu podniku pozitívny.*
- *náklady celkového kapitálu sa vyvíjali vykolísane; v roku 2010 v porovnaní s minulým rokom poklesli, v roku 2011 došlo však k rastu nákladom celkového kapitálu, ktorý presiahol úroveň roku 2012, takže náklady celkového kapitálu pôsobia na hodnotu podniku negatívne, a znižujú ju.*

Kapitálová štruktúra vzhľadom na dodržanie pravidiel financovania spojených s majetkovou štruktúrou pôsobí na hodnotu pozitívne, zatiaľ čo cez náklady požičaného kapitálu a náklady celkového kapitálu hodnotu podniku znižuje.

Podnik má vzhľadom na faktory, ktoré vplyvajú na jeho finančné rozhodovanie zvolenú takú kapitálovú štruktúru, ktorá neohrozuje jeho finančnú stabilitu. Pretože cieľom tejto práce je zhodnotiť vplyv týchto faktorov nielen na kapitálovú štruktúru, ale aj na hodnotu podniku, týmto smerom sa budú orientovať aj naše **odporúčania**. Pohľadom do výkazu peňažných tokov a súvahy vidíme takmer identický nárast zisku ponechaného na samofinancovanie zásob, a takmer identický nárast dlhodobého hmotného majetku a záväzkov voči spoločníkom. Samofinancovanie však nie je vhodným nástrojom na financovanie zásob, aj keď vieme, že podnik pre uspokojenie dopytu viaže

veľkú časť financií počas roka práve v zásobách. Odporúčame podniku preto v súvislosti s financovaním zásob používať ako zdroj krytia buď neúročené záväzky voči spoločníkom, alebo lacnejší zdroj financovania – krátkodobý bankový úver. Financovanie záväzkami voči spoločníkmi z titulu svojho neúročenia však nebude mať vplyv na hodnotu podniku. Dodržaním tohto odporúčania tak bude môcť podnik využiť trvalé zdroje financovanie pri investovaní do obstaranie pozemkov, budov a zariadení, ktoré chce obstaráť v súvislosti so svojím ďalším rastom. Súčasná kapitálová štruktúra tiež umožňuje podniku zaobstaráť si viac požičaného kapitálu nielen v súvislosti s týmto plánovaným rastom, ale aj financovaním zásob. Z finančnej teórie vieme, že využívanie cudzieho (požičaného) kapitálu znižuje náklady celkového kapitálu, a zároveň zvyšuje reálnu hodnotu podniku. Veľký objem dlhodobých bankových úverov v porovnaní s výrazným poklesom krátkodobých bankových úverov spôsobil, že cena požičaného kapitálu je vyššia ako cena vlastného kapitálu. Využívanie samofinancovania a doterajšieho, už praktizovaného spôsobu krytia dlhodobého majetku záväzkami voči spoločníkom by sa prejavilo na poklese dlhodobých bankových úverov v kapitálovej štruktúre. Využívaním krátkodobých bankových úverov na financovanie zásob by sa zvýšil objem krátkodobých zdrojov krytia, čím by sa znížili nielen náklady požičaného kapitálu, ale aj náklady celkového kapitálu a vytvoril by sa priestor **na rast reálnej hodnoty podniku v budúcnosti**.

4 Záver

Na základe vykonanej makroanalýzy sme zistili, že ekonomické prostredie na podnik vplýva zväčša pozitívne: rast HDP a exportu vypovedá o raste spotreby, podnik teda môže v budúcnosti očakávať rast tržieb; dlhodobo nízka úroková miera v kombinácii s prognózovaným rastom inflácie v rokoch 2013-2014 zvýhodňuje zadĺženie podniku (aj pri realizácii jeho investičného zámeru).

Negatívne sa vyvíja kúpyschopnosť obyvateľstva a v najbližších rokoch nárast nezamestnanosti, čo sa určite prejaví aj na poklese stavebnej činnosti na Slovensku, pričom stavebné firmy sú jednou z najpočetnejších skupín odberateľov na Slovensku. Tým, že podnik geograficky diverzifikoval veľkú časť svojej výroby do zahraničia, tieto zmeny v makroprostredí nebudú mať preň fatálne následky.

Podniku patrí popredné postavenie aj v pododvetví hútnickej druhovýroby: výroba kovov a kovových konštrukcií okrem výrobných zariadení, v ktorom podniká, jeho podnikanie má tiež medzinárodný význam, a veľká časť jeho výroby sa exportuje (viac ako 60%). Spoločnosť ja na trhu už dlhý čas etablovaná, má dlhoročné skúsenosti s podnikaním v tejto oblasti, je finančne stabilná a má dobré meno aj za hranicami.

Vykonanou SWOT analýzou sa nám podarilo určiť budúce smerovanie podniku vyplývajúce z vyššieho potenciálu príležitostí externého prostredia a prevažujúcich silných stránok spoločnosti, tzn. rast podniku, ktorý manažment RETIC, s. r o. aj plánuje.

Zhodnotením majetkovej štruktúry a predovšetkým súladu kapitálovej štruktúry s majetkovou štruktúrou sme nezistili žiadne negatívne vplyvy na hodnotu podniku počas celých troch analyzovaných rokov. Podnik síce každoročne zvyšoval objem zásob, zároveň však rástli aj jeho tržby, a úroveň tvorby čistého pracovného kapitálu nepresahovala hodnotu zásob, a podnik teda využíva drahší dlhodobý kapitál na financovanie krátkodobého majetku v primeranom objeme. Na základe skúmania jednotlivých položiek zdrojov krytia a doby obratu zásob, pohľadávok a záväzkov (doba splatnosti záväzkov je výrazne kratšia ako predošlé kategórie), predpokladáme, že časť zásob je samofinancovaná pričom tento drahší kapitál by mal podnik využívať predovšetkým v súvislosti s obstaraním a obnovou dlhodobého majetku.

S ohľadom na neplytvanie drahším kapitálom, by sme preto podniku odporučili využívať v súvislosti so zásobovaním, ktoré v sebe viaže vysoký objem zdrojov, predovšetkým krátkodobé bankové úvery. Doba splatnosti záväzkov v porovnaní s dobou obratu pohľadávok a zásob, totiž neumožňuje využívať podniku výhody neúročného obchodno-dodávateľského úveru.

Vývoj zadlženosti za všetky sledované obdobia nedosahuje úroveň stredných hodnôt pododvetvia, čo znamená, že podnik si môže dovoliť aj vyšší objem požičaného kapitálu bez toho, aby sa to negatívne prejavilo na jeho finančnej stabilite, alebo hodnote.

Pri určovaní nákladov kapitálu sme zistili ich negatívny vplyv na hodnotu podniku. Je to zároveň jediný faktor, ktorý na hodnotu podniku vplýva retardačne. Pod tento stav sa však nepodpísal rast pomeru vlastného kapitálu v kapitálovej štruktúre, alebo rast nákladov vlastného kapitálu, ale zmeny v štruktúre požičaného kapitálu, keď v roku 2011 výrazne poklesol objem krátkodobých bankových úverov.

V súvislosti s majetkovou štruktúrou sme už podniku odporúčali na krytie zásob využívať krátkodobé bankové úvery, a toto podniku zároveň odporúčame aj v súvislosti s minimalizáciou nákladov kapitálu, ktoré sa spájajú s optimálnou kapitálovou štruktúrou a maximalizáciou hodnoty podniku.

Taktiež je to naše jediné odporúčanie vzhľadom na predmet skúmania tejto práce – a to maximalizáciu hodnoty podniku prostredníctvom úpravy kapitálovej štruktúry.

Zoznam použitej literatúry

Knižné publikácie

1. BIKÁR, M. - KMEŤKO, M. - MIKOVÁ, O. 2012. *Finančné investície*. Bratislava: Ekonóm, 2012. ISBN 978-80-225-33444-4. 190 s.
2. BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C. 1994. *Financial Management: Theory and Practice*. Floria: The Dryden Press, 1994. ISBN 978-00-3098-0664. 1135 s.
3. BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. 1992. *Teorie a praxe firemních financií*. Praha: Victoria Publishing. 1976. ISBN 0-07-553109-7. 477 s.
4. BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. - MARCUS, A. J. 2001. *Fundamentals of corporate finance*. 3. vydanie. Pheonix: McGraw – Hill Primls Custom Publishing. 1976. ISBN 0-07-553109-7. 364s.
5. HRDÝ, M. - STROUHAL, J. 2010. *Finanční řízení*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2010. ISBN 978-80-7357-580-9 221 s.
6. HYRÁNEK, E. - BIKÁR, M. 2010. *Manažment úverového financovania a úverových obchodov*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2010. ISBN 978-80-225-3042-2. 224 s.
7. GRZNÁR, M. - ŠINSKY, P. - MARSINA, Š. *Firemné plánovanie*. 2011 Bratislava: Sprint dva. ISBN 978-80-89393-35-0. 260 s.
8. JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2012. *Aktuálne právne predpisy pre znalcov, tlmočníkov a prekladateľov*. Brno: Tribun EU, 2012. ISBN 978-80-263-0033-5. 296 s.
9. JAKUBEC, M. - KARDOŠ, P. - KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*, Bratislava: KARTPRINT, 2005. ISBN 80-88870-48-8. 280 s.
10. JAKUBEC, M., KARDOŠ, P. KUBICA, M.: *Riadenie hodnoty podniku – praktikum*. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-379-2. 157 s.
11. KALAUDA, F. *Finanční řízení podniku*. 2.vydanie Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. 2011. ISBN 978-80-7380-315-5. 299 s.
12. KRÁLOVIČ, J. 2010. *Finančné plánovanie*. Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 978-80-89393-20-6. 212s.

13. KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. 3. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3. 235s.
14. MAJDÚCHOVÁ, H. - NEUMANNOVÁ, A. 2012. *Podnik a podnikanie*. Bratislava: Sprint dva, 2012. ISBN 978-80-89393-83-1. 215 s.
15. MELLEN, C. M., EVANS, F. M. 2001. *Valuation for M&A: Building value in private companies*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001. ISBN 0-471-41101-9. 314 s.
16. SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: SPRINT vgra, 2006. ISBN 80-889085-63-6. 302s.
17. SLÁVIK, Š. 2009. *Strategický manažment*. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva. 2009 ISBN 978-80-89393-08-4. 403s.
18. STRÁŽOVSKÁ, H. - STRÁŽOVSKÁ, Ľ. - BAŽÓ, L. a kol, 2013. *Podnikanie malých a stredných podnikov*. Bratislava: Sprint dva, 2013. ISBN 978-80-89393-88-6 320s.
19. VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. ISBN 978-80-8078-258-0. 482s.
20. ZALLAI, K. a kol. 2010. *Finančno-ekonomická analýza*. 7. vydanie. Bratislava: Sprint dva, 2010. ISBN 978-80-89393-15-2. 446s.

Články v časopisoch

21. MYERS, S. C., 1983. *The Capital Structure Puzzle*. In *The Journal of Finance*. ISSN 1526-5943 , 1984. roč. 3, č. 39, s. 575-592.
22. ZÁVARSKÁ, Z. 2007. Determinanty kapitálovej štruktúry podniku. In *Ekonomická revue*. ISSN 1212-3951, 2007. roč. 5, č. 3, s. 39.

Zákonné normy

23. Zákon č. 5513/1991 Zb. z. (Obchodný zákonník) v znení neskorších novelizácií, citované dňa 28. 1. 2013
24. Zákon č. 382/2004 Zb. Z. (Zákon o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch) v znení neskorších novelizácií, citované dňa 4. 4. 2013

25. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č.490/2004 Zb. z.
26. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č.492/2004 Zb. z.

Interné doklady spoločnosti

27. Účtovná závierka spoločnosti RETIC, s. r. o. za rok 2009
28. Účtovná závierka spoločnosti RETIC, s. r.o za rok 2010
29. Účtovná závierka spoločnosti RETIC, s. r. o. za rok 2011

Internet

30. www.euroekonom.sk/download/056-statnice-02-012-financna-a-kapitalova-struktura-podniku.pdf zo dňa 20. 1. 2013
31. <http://economicworld.eu/wp-content/uploads/2012/05/naklady-kapitalu-a-dlhu-naklady-akcioveho-kapitalu-upisovanim-prioritnych-akcii.png> citované dňa 28. 1. 2013
32. <http://economicworld.eu/wp-content/uploads/2012/05/naklady-kapitalu-a-dlhu-naklady-akcioveho-kapitalu-upisovanim-prioritnych-akcii.png> citované dňa 28. 1. 2013
33. <http://www.euroekonom.sk/poradna/ekonomicky-slovnik/?q=kmenova-akcia> citované dňa 28. 1. 2013
34. <http://economicworld.eu/investicie/naklady-kapitalu-a-dlhu> citované dňa 28. 1. 2013
35. <http://www.euroekonom.sk/downloads/statnice/financna-a-kapitalova-struktura-podniku/> citované daňa 28. 1. 2013
36. <http://www.retic.sk/index.php?do=2&page=1> dňa 21. 2. 2013
37. <http://www.teraz.sk/ekonomika/slovensko-v-inovacnej-vykonnosti-v-por/21707-clanok.html> zo dňa 4. 2. 2013
38. <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=17334> zo dňa 4. 2. 2013
39. <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=20145> zo dňa 8.2.2013

40. <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=10426> zo dňa 8.2.2013
41. [www.sario.sk_userfiles_file_sario_pzi_sektorove_stroj_strojarsky_priemysel](http://www.sario.sk/userfiles/file/sario_pzi_sektorove_stroj_strojarsky_priemysel) zo dňa 8. 2. 2013
42. <http://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2009/> zo dňa 8.2. 2013
43. www.economy.gov.sk/charakteristika-strojarskeho-priemyslu-SR-za_rok_2010.pdf zo dňa 8.2.2012
44. www.firmy.etrend.sk zo dňa 8. 2. 2013
45. http://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.html zo dňa 8. 3. 2013
46. www.damodaran.com zo dňa 8. 3. 2013
47. <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=60191> zo dňa 4. 4. 2013
48. <http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=43671> zo dňa 4. 4. 2013

Ostatné

49. IAS 13 – *Fair value measurement*
50. *Slovak Credit Bureau: Stredné hodnoty finančných pomerových ukazovateľov za rok 2009.*
51. *KARDOŠ P. - prednáška z predmetu Riadenie hodnoty podniku 12. 4. 2013*

Prílohy

Príloha A – Historický vývoj ekonomického prostredia¹

Ukazovateľ	M. j.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hrubý domáci produkt (ŠÚSR)²	mld. EUR	47,45	47,45	50,48	48,07	49,19	51,89	53,96
Hrubý domáci produkt (MFSR)	mld. EUR	42,30	47,50	65,40	48,07	49,19	51,89	53,96
Ročná zmena HDP (MFSR)	%	8,30	10,40	6,40	-4,80	2,30	5,50	4,00
Miera nezamestnanosti v SR (NBS)	%	8,00	8,00	3,50	12,10	14,50	11,60	11,00
Nezamestnanosť (ŠÚSR)³	%	13,30	11,00	9,60	12,10	14,50	11,60	11,00
Inflácia (HICP) (ŠÚSR)	%	4,30	1,90	3,90	1,60	1,00	1,20	2,00
Ročná miera inflácie (MFSR)	%	4,20	3,40	4,60	1,60	1,00	1,20	2,00
Úroková miera – základná (NBS)	%	4,50	4,75	2,50	-	-	-	-
Úroková miera – základná (ECB)	%	-	-	-	1,00	1,00	1,00	0,50
Vývoz (ŠÚSR)	mld. EUR	47,16	47,16	49,57	44,43	43,6	43,34	45,76
Dovoz (ŠÚSR)	mld. EUR	47,87	47,87	50,22	44,57	45,38	46,42	48,23

Spracované na základe údajov Štatistického úradu Slovenskej republiky (ŠÚSR), Ministerstva financií Slovenskej republiky (MFSR), Národnej banky Slovenska (NBS) a Európskej centrálnej banky (ECB)

- 1 Spracované podľa <http://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2012/> zo dňa 4. 2. 2013 a internetovej stránky NBS <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/udajove-kategorie-sdds/urokove-sadzby/urokove-sadzby-nbs/zakladna-urokova-sadzba-nbs-limitna-urokova-sadzba-pre-dvojtyzdnove-repo> a <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/udajove-kategorie-sdds/urokove-sadzby/urokove-sadzby-ecb>
- 2 Pri výpočte ukazovateľa Hrubý domáci produkt SR (ŠÚSR) boli použité štvrtročné údaje HDP v roku 2012 v stálych cenách vypočítaných reťazením objemov.
- 3 Pri výpočte ukazovateľa Nezamestnanosť (ŠÚSR) bola použitá Nezamestnanosť podľa výberového zisťovania pracovných síl v roku 2012.

Príloha B – Prognóza budúceho vývoja ekonomického prostredia

Ukazovateľ	M. j.	2013	2014	2015
Hrubý domáci produkt (stále ceny)	mld. EUR	66,2	68,1	70,4
Nezamestnanosť	%	14,3	13,8	13
Inflácia	%	2,2	2,5	2,4
Úroková miera – základná (ECB)	%	0,8	1	1,9
Vývoz	mld. EUR	66	69,3	72,6
Dovoz	mld. EUR	58,1	60,6	63

Spracované na základe *Prognózy vybraných indikátorov vývoja ekonomiky SR* vypracovanej Výborom pre makroekonomické prognózy k 28. 1. 2013.

Príloha C– Podklady k finančnej analýze

Finančná súvaha za roky 2009-2011

Výkaz ziskov a strát za roky 2009-2011

Položka Súvahy	2009 [EUR]	2010 [EUR]	Index 2010/2009	2011 [EUR]	Index 2011/2010
MAJETOK	6 595 955	7 217 305	1,09	6 540 644	0,91
Dlhodobý majetok	2 228 720	2 162 300	0,97	2 477 928	1,15
<i>Dlhodobý nehmotný majetok</i>	0	1 500	-	11 375	7,58
Softvér	0	1 500	-	11 375	7,58
Ocenené práva	0	0	0,00	0	0,00
<i>Dlhodobý hmotný majetok</i>	2 228 720	2 160 800	0,97	2 466 553	1,14
Pozemky	61 405	66 065	1,08	67 121	1,02
Stavby	1 950 175	1 824 343	0,94	2 111 596	1,16
SHV a SHV	212 632	228 357	1,07	199 614	0,87
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	4 508	4 207	0,93	87 052	20,69
Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	0	37 828	-	0	0,00
Preddavky na obstarávaný DHM	0	0	0,00	1 170	-
<i>Dlhodobý finančný majetok</i>	0	0	0,00	0	0,00
Krátkodobý majetok	4 367 235	5 055 005	1,16	4 062 716	0,80
<i>Zásoby</i>	1 702 744	2 291 952	1,35	2 460 115	1,07
Materiál	604 198	1 189 633	1,97	727 185	0,61
Nedokončená výroba	19 448	39 792	2,05	34 360	0,86
Výrobky	468 640	479 369	1,02	914 036	1,91
Tovar	610 458	583 158	0,96	784 534	1,35
<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	1 648 470	2 511 395	1,52	1 218 866	0,49
Krátkodobé pohľadávky z obch. styku	1 648 470	2 511 395	1,52	1 108 622	0,44
Daňové pohľadávky a dotácie	0	0	0,00	109 620	-
Iné pohľadávky	0	0	0,00	624	-
<i>Finančné účty</i>	1 003 666	244 974	0,24	347 805	1,42
Peniaze	1 312	10 571	8,06	3 606	0,34
Bankové účty	1 002 354	234 403	0,23	344 199	1,47
<i>Časové rozlíšenie</i>	12 355	6 684	0,54	35 930	5,38
Náklady budúcich období krátkodobé	12 355	6 684	0,54	35 930	5,38
VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	6 595 955	7 217 305	1,09	6 540 644	0,91
Vlastné imanie	1 794 979	2 507 777	1,40	2 316 759	0,92
Základné imanie	19 921	19 921	1,00	19 921	1,00
Fondy zo zisku	1 992	1 992	1,00	1 992	1,00
Výsledok hospodárenia minulých rokov	1 717 172	1 773 070	1,03	2 035 908	1,15
Výsledok hospodárenia v schvaľovaní	55 894	712 794	12,75	258 938	0,36
Závazky	4 800 976	4 709 528	0,98	4 223 885	0,90
<i>Dlhodobé záväzky</i>	1 020 909	758 764	0,74	801 217	1,06
Záväzky zo sociálneho fondu	11 814	1 943	0,16	3 028	1,56
Ostatné dlhodobé záväzky	0	0	0,00	32 678	-
Bankové úvery dlhodobé	1 009 095	756 821	0,75	765 511	1,01
<i>Krátkodobé záväzky</i>	3 780 067	3 950 764	1,05	3 422 668	0,87
Rezervy krátkodobé	21 206	17 790	0,84	18 474	1,04
Záväzky z obchodného styku	473 236	541 332	1,14	860 847	1,59
Newfakturované dodávky	-1 352	12 788	-9,46	15 774	1,23
Záväzky voči spoločníkom a združeniu	2 418 821	1 759 635	0,73	1 986 988	1,13
Záväzky voči zamestnancom	34 917	40 880	1,17	36 390	0,89
Záväzky zo sociálneho fondu	29 829	33 788	1,13	31 356	0,93
Daňové záväzky a dotácie	23 696	208 165	8,78	32 293	0,16
Ostatné záväzky	20	7 782	389,10	7 554	0,97
Bankové úvery krátkodobé	779 694	1 328 604	1,70	432 992	0,33

Položka	2009 [EUR]	2010 [EUR]	Index 2010/2009	2011 [EUR]	Index 2011/2010
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	240 436	968 157	4,03	557 541	0,58
Tržby z predaja tovaru	4 346 835	6 258 775	1,44	6 715 164	1,07
Náklady na predaný tovar	3 892 656	5 389 999	1,38	5 934 409	1,10
<i>Obchodná marža</i>	454 179	868 776	1,91	780 755	0,90
Výroba	5 698 295	7 722 932	1,36	8 038 383	1,04
Tžby z predaja vlastných výrobkov a služieb	6 247 685	7 687 093	1,23	7 605 276	0,99
Zmena stavu vnútroorg. zásob	-549 390	31 839	-0,06	430 088	13,51
Aktivácia	0	4 000	-	3 019	0,75
Výrobná spotreba	4 516 846	6 102 866	1,35	6 706 650	1,10
Spotreba materiálu	4 285 912	5 459 702	1,27	6 151 397	1,13
Nákup služieb	230 934	643 164	2,79	555 253	0,86
<i>Pridaná hodnota</i>	1 635 628	2 488 842	1,52	2 112 488	0,85
Osobné náklady	1 120 833	1 278 363	1,14	1 277 535	1,00
Dane a poplatky	13 773	9 588	0,70	11 473	1,20
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	283 739	256 213	0,90	281 590	1,10
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	10 286	23 601	2,29	14 512	0,61
Zostatková cena predaného majetku a materiálu	3 093	0	0,00	13 128	-
Tvorba opravných položiek	502	15 123	30,13	-15 808	-1,05
Ostatné výnosy z hosp. činnosti	21 799	29 121	1,34	39 071	1,34
Ostatné náklady na hosp. činnosť	5 337	14 120	2,65	40 612	2,88
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-169 506	-81 459	0,48	-233 987	-2,87
Výnosové úroky	21 051	13 816	0,66	312	0,02
Nákladové úroky	140 724	133 937	0,95	144 707	1,08
Kurzové zisky	47 965	103 775	2,16	42 094	0,41
Kurzové straty	47 597	20 481	0,43	85 649	4,18
Ostatné výnosy z fin. činnosti	89	1 103	12,39	1 709	1,55
Ostatné náklady na fin. činnosť	50 290	45 735	0,91	47 746	1,04
VH Z BEŽNEJ ČINNOSTI	70 930	886 698	12,50	323 554	0,36
Daň z príjmov z bežnej činnosti	15 036	173 870	11,56	64 616	0,37
Výsledok činnosti z mimoriadnej činnosti	0	-34	-	0	-
Daň z príjmov z mimoriadnej činnosti	0	0	-	0	-
Mimoriadne výnosy	0	0	-	0	-
Mimoriadne náklady	0	34	-	0	-
VH ZA ÚČTOVNÉ OBDOBIE PRED ZDANENÍM	70 930	886 664	12,50	323 554	0,36
VH ZA ÚČTOVNÉ OBDOBIE PO ZDANENÍ	55 894	712 794	12,75	258 938	0,36

Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti za rok 2009-2011

Príloha D – Finančné pomerové ukazovatele

Ukazovatele	M. j.	2009	2010	Index 2010/2009	2011	Index 2011/2010	SK NACE – 25930 Stredné podniky
Ukazovatele likvidity							
Pohotová likvidita	koef.	0,27	0,06	0,23	0,10	1,64	
Bežná likvidita	koef.	0,70	0,70	0,99	0,46	0,66	0,80
Celková likvidita	koef.	1,16	1,28	1,11	1,19	0,93	1,08
Ukazovatele aktivity*							
Doba obratu zásob	deň	66,79	51,56	0,77	59,73	1,16	45,92
Doba inkasa pohľadávok z obchodného styku	deň	40,26	53,69	1,33	45,50	0,85	60,01
Doba splatnosti záväzkov z obchodného styku	deň	12,77	16,07	1,26	20,37	1,27	54,03
Doba splatnosti záväzkov	deň	161,82	123,75	0,76	97,47	0,79	104,59
Doba obratu aktív	deň	219,43	178,29	0,81	172,93	0,97	280,77
Ukazovatele zadlženosti							
Stupeň samofinancovania	%	27,21	34,75	1,28	35,42	1,02	29,15
Stupeň zadlženosti	%	72,79	65,25	0,90	64,58	0,99	70,85
Finančná páka	koef.	2,67	1,88	0,70	1,82	0,97	2,97
Úverová zaťaženosť aktív	%	27,12	28,89	1,07	18,32	0,63	10,10
Dlhodobá zaťaženosť aktív	%	15,48	10,51	0,68	12,25	1,17	12,45
Krytie úrokov	%	1,50	7,62	5,07	3,24	0,42	5,74
Tokové zadlženie	roky	11,18	4,61	0,41	7,17	1,56	5,23
Ukazovatele rentability							
Rentabilita aktív	%	0,85	9,88	11,65	3,96	0,40	
Rentabilita vlastného kapitálu	%	3,11	28,42	9,13	11,18	0,39	15,10
Rentabilita tržieb	%	0,53	5,11	9,69	1,81	0,35	3,48
Podiel PH na tržbách	%	15,44	17,85	1,16	14,75	0,83	22,32

*vypočítané na základe priemerných hodnôt majetkových položiek

Spracované na základe účtovných závierok spoločnosti za roky 2009-2011