

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
PODNIKOVĽOHOSPODÁRSKA FAKULTA
SO SÍDLOM V KOŠICIACH**

Evidenčné číslo: 107003/I/2021/36086129769394436

**ANALÝZA UKAZOVATEĽOV FINANČNEJ
SITUÁCIE PODNIKU**

Diplomová práca

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
PODNIKOVOHOSPODÁRSKA FAKULTA
SO SÍDLOM V KOŠICIACH**

**ANALÝZA UKAZOVATEĽOV FINANČNEJ
SITUÁCIE PODNIKU**

Diplomová práca

Študijný program:	Finančné riadenie podniku
Študijný odbor:	Ekonomika a manažment
Školiace pracovisko:	Katedra finančného riadenia podniku
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Zuzana Kudlová, PhD.

Košice 2021

Bc. Tomáš Oros

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Bc. Tomáš Oros
Študijný program: finančné riadenie podniku (Jednoodborové štúdium, inžiniersky II. st., externá forma)
Študijný odbor: ekonómia a manažment
Typ záverečnej práce: Inžinierska záverečná práca
Jazyk záverečnej práce: slovenský
Sekundárny jazyk: anglický

Názov: Analýza ukazovateľov finančnej situácie podniku

Anotácia: Diplomová práca sa zaoberá potrebou analýzy finančnej situácie v podniku. Práca je rozdelená do piatich kapitol. Prvá kapitola obsahuje charakteristiku finančnej situácie, jej význam a ciele, ako aj jej analýzu. Súčasťou tejto kapitoly sú aj jednotlivé metódy a postupy analýzy finančnej situácie. Štvrtá kapitola analyzuje konkrétnu spoločnosť prostredníctvom metód a modelov finančnej analýzy. V piatej kapitole sú navrhnuté možnosti pre zlepšenie finančnej situácie v danej spoločnosti.

Vedúci: Ing. Zuzana Kudlová, PhD.
Oponent: Ing. Ingrid Holomaňová
Katedra: KFRP PHF - Katedra finančného riadenia podniku PHF, Košice
Vedúci katedry: doc. Ing. Jana Simonidesová, PhD.
Dátum zadania: 21.09.2018

Dátum schválenia: 30.11.2018
doc. Ing. Jana Simonidesová, PhD.
vedúci katedry

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

(podpis študenta)

Podakovanie

Na tomto mieste by som chcel vyjadriť podakovanie vedúcej diplomovej práce, Ing. Zuzane Kudlovej, PhD., za poskytnuté rady a pripomienky využité pri spracovaní tejto práce.

Abstrakt

Oros, Tomáš, Bc.: *Analýza ukazovateľov finančnej situácie podniku* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Podnikovohospodárska fakulta so sídlom v Košiciach; Katedra finančného riadenia podniku. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Zuzana Kudlová, PhD. – Košice: PHF EU, 2021, počet strán 75.

Cieľom tejto diplomovej práce je zhodnotiť finančnú situáciu konkrétnej spoločnosti a navrhnúť možnosti vedúce k jej zlepšeniu. Analýza finančnej situácie bola vykonaná tak na základe elementárnych metód, ktorými je analýza absolútnych a pomerových ukazovateľov, ako aj na základe analýzy bankrotných a bonitných metód. Analýzu sme vypracovali na základe reálnych údajov, ktoré sme čerpali z účtovných výkazov danej spoločnosti, a to zo súvahy a výkazu ziskov a strát. Práca je rozdelená do piatich kapitol. Obsahuje 9 ilustrácií, 21 tabuliek a 12 príloh. Prvá kapitola obsahuje teoretické vymedzenie finančnej analýzy, finančnej situácie, približuje význam a možnosti využitia finančných ukazovateľov a poukazuje na najpoužívanéjšie druhy bonitných a bankrotných modelov. Druhá časť je venovaná detailnému priblíženiu cieľa práce, za ňou nasleduje časť opisujúca metodiku záverečnej práce a metódy skúmania využité pri spracovaní práce. Štvrtá kapitola sa zaoberá analýzou konkrétnej spoločnosti. Sú v nej použité postupy uplatňované pri spracovaní finančnej analýzy vychádzajúce z teoretických poznatkov opísaných prvej časti práce. Parciálne výsledky sú interpretované prostredníctvom finančných ukazovateľov, je vyhodnotená celková finančná situácia spoločnosti. Záverečná časť práce prináša návrhy a odporúčania s ohľadom na výsledky analytickej časti, čím chce poukázať na efektívnosť a potenciál finančnej analýzy pre podniky.

Kľúčové slová:

finančná situácia, finančná analýza, finančné ukazovatele, bonitné a bankrotné modely

Abstract

OROS, Tomáš, Bc.: *Analysis of indicators of the financial situation of the company.* – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Economy with seat in Košice; Department of Corporate Financial Management. – Diploma thesis supervisor: Ing. Zuzana Kudlová, PhD. – Košice: FBE EU, 2021, 75 pages.

The aim of this thesis is to evaluate the financial situation of a selected company and offer opportunities of improvement. The analysis of the financial situation was performed on the basis of elementary methods, that include analysis of absolute and ratio indicators, as well as on the basis of the analysis of bankruptcy and creditworthiness methods. The analysis was based on real data obtained from the main financial statements of the company, such as the balance sheet and profit and loss statement. The thesis is divided into five chapters. The thesis contains 9 illustrations, 21 tables and 12 annexes. The first chapter contains theoretical definition of financial analysis and financial situation. Utilization and importance of financial indicators and methods used for creditworthiness and bankruptcy models construction is described. The second part discusses in detail the main goal of the diploma work. It is followed by a chapter describing the methodology and research methods used in the processing of the thesis. The fourth chapter aims at the analysis of the selected company. It uses the procedures applied generally in the process of financial analysis based on the theoretical knowledge described in the first part of the diploma work. Partial results are interpreted and supported by financial indicators, the overall financial situation of the company is evaluated. The final part of the thesis provides suggestions and recommendations with respect to the results of the analytical part, while emphasizing the effectiveness and potential of financial analysis for companies.

Key words:

financial situation, financial analysis, financial indicators, creditworthiness and bankruptcy models

OBSAH

ÚVOD.....	12
1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ.....	13
1.1 PODSTATA, CIELE, POUŽÍVATELIA A ZDROJE FINANČNEJ ANALÝZY	13
1.1.1 <i>Zdroje informácií pre finančnú analýzu.....</i>	<i>16</i>
1.2 FINANČNÉ UKAZOVATELE	18
1.2.1 <i>Sústavy ukazovateľov</i>	<i>20</i>
1.3 ANALÝZA ABSOLÚTNYCH UKAZOVATEĽOV.....	22
1.3.1 <i>Horizontálna analýza.....</i>	<i>22</i>
1.3.2 <i>Vertikálna analýza</i>	<i>23</i>
1.4 ANALÝZA ROZDIELOVÝCH UKAZOVATEĽOV	24
1.4.1 <i>Čistý pracovný kapitál a zlaté bilančné pravidlo.....</i>	<i>24</i>
1.4.2 <i>Rozdielová likvidita.....</i>	<i>26</i>
1.5 ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV	26
1.5.1 <i>Ukazovatele likvidity</i>	<i>27</i>
1.5.2 <i>Ukazovatele zadlženosti</i>	<i>29</i>
1.5.3 <i>Ukazovatele aktivity.....</i>	<i>31</i>
1.5.4 <i>Ukazovatele rentability.....</i>	<i>33</i>
1.5.5 <i>Ukazovatele trhovej hodnoty.....</i>	<i>34</i>
1.6 ANALÝZA VÝKONNOSTI PODNIKU	35
1.6.1 <i>Analytické postupy hodnotenia výkonnosti podniku.....</i>	<i>37</i>
1.6.2 <i>Komplexné postupy hodnotenia výkonnosti podniku.....</i>	<i>39</i>
1.7 BANKROTNÉ A BONITNÉ MODELÝ	43
1.7.1 <i>Významné bankrotné a bonitné modely.....</i>	<i>44</i>
2 CIEĽ PRÁCE.....	49
3 METODIKA PRÁCE A METÓDY SKÚMANIA.....	50
3.1 OBJEKT SKÚMANIA.....	50
3.2 METÓDY PRÁCE A METODIKA.....	51
3.3 POSTUP PRÁCE.....	52
4 VÝSLEDKY PRÁCE.....	53
4.1 ANALÝZA ABSOLÚTNYCH UKAZOVATEĽOV.....	53
4.1.1 <i>Horizontálna a vertikálna analýza súvahy.....</i>	<i>53</i>
4.1.2 <i>Horizontálna a vertikálna analýza výkazu ziskov a strát</i>	<i>56</i>
4.1.3 <i>Horizontálna a vertikálna analýza výkazu peňažných tokov.....</i>	<i>58</i>
4.2 ANALÝZA ROZDIELOVÝCH UKAZOVATEĽOV	60

4.2.1	<i>Čistý pracovný kapitál a zlaté bilančné pravidlo</i>	60
4.2.2	<i>Rozdielová likvidita</i>	61
4.3	ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV	62
4.3.1	<i>Ukazovatele likvidity</i>	63
4.3.2	<i>Ukazovatele zadlženosti</i>	64
4.3.3	<i>Ukazovatele aktivity</i>	66
4.3.4	<i>Ukazovatele rentability</i>	67
4.3.5	<i>Ukazovatele nákladovosti</i>	68
4.3.6	<i>Ukazovatele trhovej hodnoty</i>	70
4.4	ANALÝZA VÝKONNOSTI PODNIKU	71
4.4.1	<i>Pyramidálny rozklad ukazovateľa ROE</i>	71
4.4.2	<i>Ekonomická pridaná hodnota</i>	76
4.5	ANALÝZA EX-ANTE	77
4.5.1	<i>Rýchly test</i>	77
4.5.2	<i>Index bonity</i>	78
4.5.3	<i>Altmanovo Z-skóre</i>	79
5	NÁVRHY A ODPORÚČANIA	81
5.1	ZHRNUTIE VÝSLEDKOV	81
5.2	NÁVRHY A ODPORÚČANIA PRE ANALYZOVANÚ SPOLOČNOSŤ	82
	ZÁVER	86
	ZOZNAM LITERATÚRY A ZDROJOV	87

Zoznam ilustrácií

OBR. 1 POUŽÍVATELIA FINANČNEJ ANALÝZY	15
OBR. 2 VÄZBA VÝKAZOV ÚČTOVNEJ ZÁVIERKY	17
OBR. 3 PARALELNÁ SÚSTAVA UKAZOVATEĽOV	20
OBR. 4 PYRAMIDÁLNA SÚSTAVA UKAZOVATEĽOV	20
OBR. 5 MATICOVÁ SÚSTAVA UKAZOVATEĽOV	21
OBR. 6 ZLATÉ BILANČNÉ PRAVIDLO – ČPK A NEKRYTÝ DLH.....	25
OBR. 7 ZJEDNODUŠENÝ PYRAMÍDOVÝ ROZKLAD ROA.....	40
OBR. 8 PYRAMIDÁLNY ROZKLAD ROE 2017 – 2018.....	72
OBR. 9 PYRAMIDÁLNY ROZKLAD ROE 2018 – 2019.....	74

Zoznam tabuliek

TAB. 1 UKAZOVATELE A PRIRAĐOVANIE BODOV PODĽA TAMARIHO.....	45
TAB. 2 STUPNICA HODNOTENIA PRE RÝCHLY TEST.....	46
TAB. 3 ANALÝZA SÚVAHY SPOLOČNOSTI ZSDIS.....	55
TAB. 4 ANALÝZA VÝKAZU ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI ZSDIS	57
TAB. 5 ANALÝZA CASH FLOW SPOLOČNOSTI ZSDIS 2017 – 2019	59
TAB. 6 ČISTÝ PRACOVNÝ KAPITÁL ZSDIS 2017 – 2019	60
TAB. 7 ROZDIELOVÁ LIKVIDITA ZSDIS 2017 – 2019.....	61
TAB. 8 UKAZOVATELE LIKVIDITY ZSDIS 2017 – 2019.....	63
TAB. 9 UKAZOVATELE ZADLŽENOSTI ZSDIS 2017 – 2019.....	64
TAB. 10 UKAZOVATELE AKTIVITY ZSDIS 2017 – 2019	66
TAB. 11 UKAZOVATELE RENTABILITY ZSDIS 2017 – 2019.....	67
TAB. 12 UKAZOVATELE NÁKLADOVOSTI ZSDIS 2017 – 2019.....	69
TAB. 13 UKAZOVATELE TRHOVEJ HODNOTY ZSDIS 2017 – 2019.....	70
TAB. 14 VPLYV UKAZOVATEĽOV NA ROE ZSDIS 2017 – 2018.....	73
TAB. 15 VPLYV UKAZOVATEĽOV NA ROE ZSDIS 2018 – 2019.....	75
TAB. 16 EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA ZSDIS 2017 – 2019.....	76
TAB. 17 RÝCHLY TEST ZSDIS 2017 – 2019.....	77
TAB. 18 INDEX BONITY ZSDIS 2017 – 2019	78
TAB. 19 ALTMANOVO Z-SKÓRE ZSDIS 2017 – 2019	79
TAB. 20 VYHODNOTENIE Z-SKÓRE ZSDIS 2017 – 2019	79
TAB. 21 OPTIMALIZÁCIA LIKVIDITY 2018 – 2019	84

Zoznam skratiek

AKT – aktíva

CAPM – model výpočtu nákladov vlastného kapitálu (capital asset pricing model)

CF – cash flow (peňažný tok)

CFROI – cash flow výnosnosť investície (cash flow return on investment)

CROGA – výnosnosť hrubých aktív (cash return on gross assets)

ČPK – čistý prevádzkový (pracovný) kapitál

ČPM – čistý peňažný majetok

ČPPP – čisté pohotové peňažné prostriedky

ČV – čistá výroba

ČZ – čistý zisk

DHM – dlhodobý hmotný majetok

DM – dlhodobý majetok

DZ – dlhodobé záväzky

EBIT – zisk pred úrokmi a zdanením (earnings before interest and taxes)

EVA – ekonomická pridaná hodnota (economic value added)

HV – hospodársky výsledok

HZ – hrubý zisk

KZ – krátkodobé záväzky

MVA – tržová pridaná hodnota (market value added)

NM – nehmotný majetok

OM – obežný majetok

PH – pridaná hodnota

RONA – výnosnosť čistých aktív (return on net assets)

T - tržby

V – výnosy

VH (PČ) – výsledok hospodárenia (prevádzková činnosť)

VI – vlastné imanie

WACC – priemerné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)

ZÁS – zásoby

ZÁV – záväzky

ZDIS – Západoslovenská distribučná, a. s.

Úvod

Na svete nájdeme tisícky podnikov zaoberajúcich sa najrozličnejšou činnosťou. Či už ide o živnostníka alebo malú firmu s jedným či dvoma zamestnancami, alebo korporáciu zamestnávajúcu tisíce profesionálov, financie sú neoddeliteľnou súčasťou akéhokoľvek druhu podnikania. Financie predstavujú „krvný obeh“ komplexného systému, ktorým podnik nepochybne je. Zdravý krvný obeh je nevyhnutný k správne fungovaniu celého systému. Na jeho sledovanie nám slúži analýza finančnej situácie podniku.

Vzhľadom na dominantné a neustále sa upevňujúce postavenie informačných technológií sa finančným analytikom, podnikateľom a investorom do značnej miery uľahčujú a sprístupňujú spôsoby, akými je možné finančnú analýzu vykonávať. Tiež sa stávajú ľahšie dostupné rôzne náročné metodiky analýz. Monitorovanie výkonnosti a interpretácia finančných i nefinančných výsledkov podnikov sa s napredujúcou technológiou zjednodušuje a zefektívňuje. To predstavuje prínos najmä pre menšie firmy, ktoré prechodom na využívanie technológií majú možnosť lepšie sledovať ich finančnú situáciu a finančná analýza už nie je výsadou veľkých firiem, ktoré v rozpočte počítajú s o značnými prostriedkami na špecialistov, konzultantov a vlastné kontrolingové oddelenia.

Aj tá najmenšia firma sa s takmer sto percentnou istotou zaoberala aspoň parciálnou finančnou analýzou, aj keď si to majitelia možno ani neuvedomovali. Napríklad pri porovnávaní objemu tržieb, nákladov a zisku za posledné roky, či skúmaní vystavených faktúr po splatnosti a pod. V podmienkach našej krajiny sa však stále môžeme stretnúť s rôznymi podnikmi a organizáciami ktoré dávajú prednosť zaužívaným spôsobom pri riadení financií, nehľadiac pritom na aktuálne trendy. Ide napríklad o určité tradície či zvyklosti u rodinných firiem, alebo dokonca spoliehanie sa na intuíciu u drobných firiem, kde za celú činnosť zodpovedá jeden človek. Myslíme si však, že takýchto firiem ubúda a bude ich čoraz menej, pretože si uvedomujú, že ak nechcú ohroziť svoju konkurencieschopnosť či dokonca samotnú existenciu, budú musieť prístupy k riadeniu financií a podnikania zmeniť a prispôbiť sa dynamike prostredia.

Využitím znalostí získaných počas štúdia, naštudovaním zdrojov k tejto práci a spracovaním analýzy finančnej situácie v podmienkach konkrétneho podniku chceme poukázať na účinnosť a význam finančnej analýzy pre podniky nielen pri skúmaní súčasnej situácie a minulého vývoja, ale tiež pri príprave do budúcnosti.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

V prvej časti našej diplomovej práce priblížime teoretické aspekty, ktoré je nutné ovládať a porozumieť im do hĺbky pred tým, než začneme skúmať a vyhodnocovať samotnú finančnú situáciu konkrétneho podniku. Okrem oboznámenia sa s podstatou a cieľmi finančnej analýzy považujeme za dôležité poukázať na zdroje informácií pre analýzu a používateľov výsledkov analýzy. Ďalej načrtujeme aj klasifikáciu finančných ukazovateľov a ich sústav a oboznámime sa s konštrukciou a využitím najpoužívanejších ukazovateľov. Pri spracovaní prvej kapitoly vychádzame z domácej i zahraničnej literatúry, aby sme poskytli objektívny pohľad na problematiku finančnej analýzy a reflektovali na rokmi overené vedomosti, ktoré v prípade potreby rozšírime o aktualizácie a nové postupy.

1.1 Podstata, ciele, používatelia a zdroje finančnej analýzy

Finančná analýza predstavuje všeobecne akúkoľvek analýzu ekonomickej činnosti, pričom hlavnými aktérmi v nej sú čas a peniaze. Ide o súbor činností s cieľom získania komplexného pohľadu na finančnú situáciu podniku. Analýzu obvykle uskutočňujeme na dvoch úrovniach: mikroúrovni – v podniku a makroúrovni – analyzujeme jedno alebo viac odvetví či ekonomiku. Finančná analýza podniku je obsahovo totožná s analýzou finančnej situácie podniku. Rozlišujeme aj internú a externú analýzu, kde externá vychádza zo zverejnených údajov a interná je postavená na údajoch informačných systémov podniku obsiahnutých v účtovníctve, kalkuláciách, rozpočtoch, plánoch a pod. Finančná analýza tvorí neodmysliteľnú súčasť finančného riadenia. Je zároveň metódou na zhodnotenie hospodárenia podniku, ktorá zachytáva podnikové činnosti zväčša v peňažných jednotkách. Počas analýzy sa informácie a údaje selektujú, zoskupujú, aplikujú v rôznych pomeroch a kombináciách, hľadajú sa medzi nimi súvislosti, sleduje sa ich vývoj a vypočítavajú sa kľúčové hodnoty. Takto je možné vďaka finančnej analýze dôjsť k záverom o efektívnosti podnikateľskej činnosti a finančnej situácii podniku, čo je kľúčové pre správne rozhodovanie manažmentu. (Kotulič et al., 2010)

Predmetom finančnej analýzy podľa odbornej literatúry (Kotulič et al., 2010) je stanovenie finančnej situácie podniku, ktorá umožňuje komplexne vyhodnotiť úroveň hospodárenia, efektívnosti, rentability, adaptability, flexibility a úspešnosti podniku na

trhu a vhodne reflektovať na vonkajšie podmienky s ohľadom na budúci vývoj na základe minulých i súčasných signálov. Za bežných okolností vykonávajú finančnú analýzu finanční analytici, v prípade menšieho podniku to môže byť napr. účtovník, mzdar, finančný špecialista. Väčšie firmy disponujú samostatnými oddeleniami, ktoré zastrešujú všetky úkony súvisiace s finančnou analýzou. V takýchto prípadoch nie je neobvyklé mať oddelený manažment od kontrolingu. Jednou z možností je aj tzv. outsourcing, teda využitie služieb finančného poradenstva v oblasti analýzy od externých subjektov. Finančnú analýzu môžeme rozlíšiť z dvoch hľadísk:

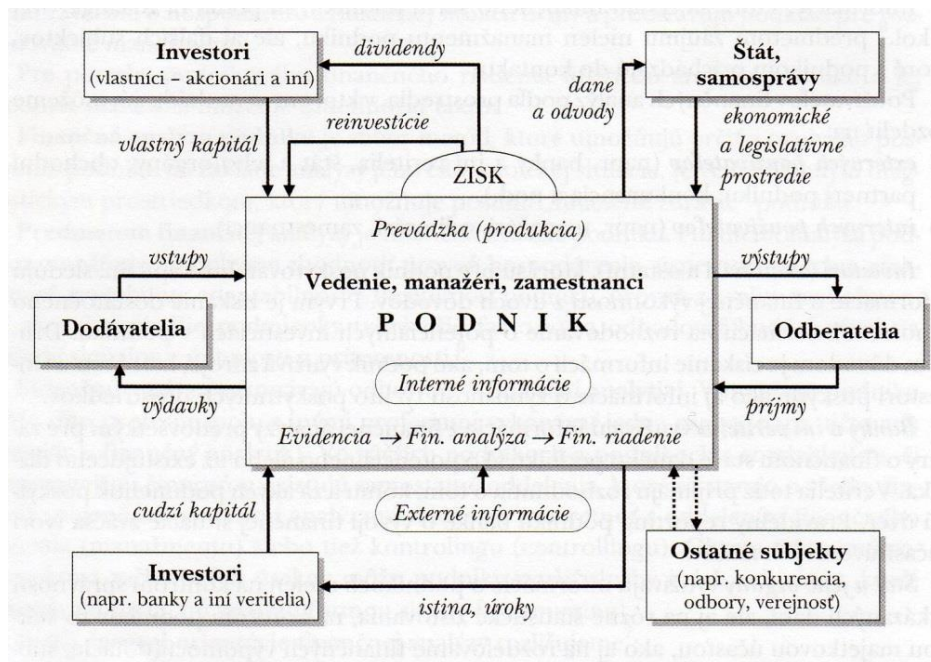
1) Časová orientácia

- a. Finančná analýza **ex post** – vysvetľuje súčasnú finančno-ekonomickú situáciu podniku pohľadom do minulosti, kde hľadá jej príčiny. Na základe retrospektívy možno ľahšie pochopiť súčasnosť a formulovať adekvátne opatrenia do budúcnosti. Na dosiahnutých výsledkoch však nemožno nič meniť, pretože sa už realizovali.
- b. Finančná analýza **ex ante** – má za úlohu predikovať vývoj podnikových financií, prognózovať budúcu finančnú situáciu a spôsobilosť podniku pokračovať v hospodárskej činnosti. Presnosť je ovplyvnená vzdialenosťou predpovedaného obdobia od súčasnosti.

2) Miera vykonávania

- a. **Komplexná (úplná)** – analýza všetkých oblastí podniku a jeho činností a všetkých vzťahov medzi nimi.
- b. **Parciálna (čiastočná)** – analýza vybranej oblasti podnikovej činnosti.

Cieľ finančnej analýzy je zhodnotenie finančného zdravia podniku a prijatie záverov, ktoré prinesú úžitok pre rozhodovanie manažmentu tým, že sú založené na exaktnosti a nie odhadoch. Finančná analýza vyhľadáva ako silné tak aj slabé stránky podnikania, snaží sa objasniť finančnú situáciu podniku, efektívnosť hospodárenia a postavenie podniku na trhu na čo využíva vhodné vstupy a poskytuje na základe nich výstupy tým, ktorí to potrebujú, napr. manažéri, majitelia podniku, zamestnanci, odberatelia, dodávatelia, investori, banky, štátne inštitúcie a pod. (Kotulič et al., 2010)



Obr. 1 Používatelia finančnej analýzy

Zdroj: Kotulič et al., 2010, s. 16

Užívatelia výstupov finančnej analýzy môžu byť začlenení do dvoch skupín (Kotulič et al., 2010):

- **externí užívatelia** – sem radíme investorov, banky, veriteľov, štát a jeho orgány, odberateľov a dodávateľov či konkurenčné podniky a iných;
- **interní užívatelia** – manažment podniku, zamestnanci, odbory.

Investori majú záujem hlavne o informácie nutné na rozhodovanie o potenciálnych investíciách do podniku a tiež ich zaujíma, ako podnik hospodári so zdrojmi, ktoré už do neho investovali. Veritelia chcú poznať finančný stav podniku ako súčasného či budúceho dlžníka a vďaka informáciám vyplývajúcim z analýzy sa vedia rozhodnúť, či a za akých okolností podniku schvália úver. Orgány štátu sledujú údaje o platení daní a využívajú i ďalšie informácie na účely vedenia štatistík, uskutočňovania kontrol alebo poskytovania dotácií a pod. Dodávateľov zaujíma schopnosť podniku splácať včas záväzky. Odberatelia potrebujú vedieť, či je podnik schopný zabezpečiť včasné a kvalitné dodávky. Manažment používa výsledky analýz v každodennom rozhodovaní a tiež pri strategickom riadení. Pre zamestnancov znamenajú zdravé financie podniku istotu a stabilitu zamestnania a perspektívu kariérneho rastu v prípade prosperity podniku. (Kislingerová, 2010)

1.1.1 Zdroje informácií pre finančnú analýzu

Informačné zdroje pre analýzu nemusia byť len finančné a tiež nemusí ísť len o kvantifikovateľné údaje. Je možné ich rozdeliť do nasledovných skupín (Baran, 2008):

- **Finančné informácie**

- účtovné výkazy finančného účtovníctva a výročné správy,
- vnútropodnikové informácie,
- predpovede finančných analytikov a vrcholného vedenia podniku,
- správy o vývoji menových relácií a úrokových sadzieb,
- peňažný a kapitálový tok,
- hospodárske správy informačných médií,
- ostatné finančné informácie;

- **Kvantifikovateľné nefinančné informácie**

- firemná štatistika produkcie, dopytu, odbytu, zamestnanosti a iné,
- interné smernice,
- oficiálna ekonomická štatistika;

- **Nekvantifikovateľné informácie**

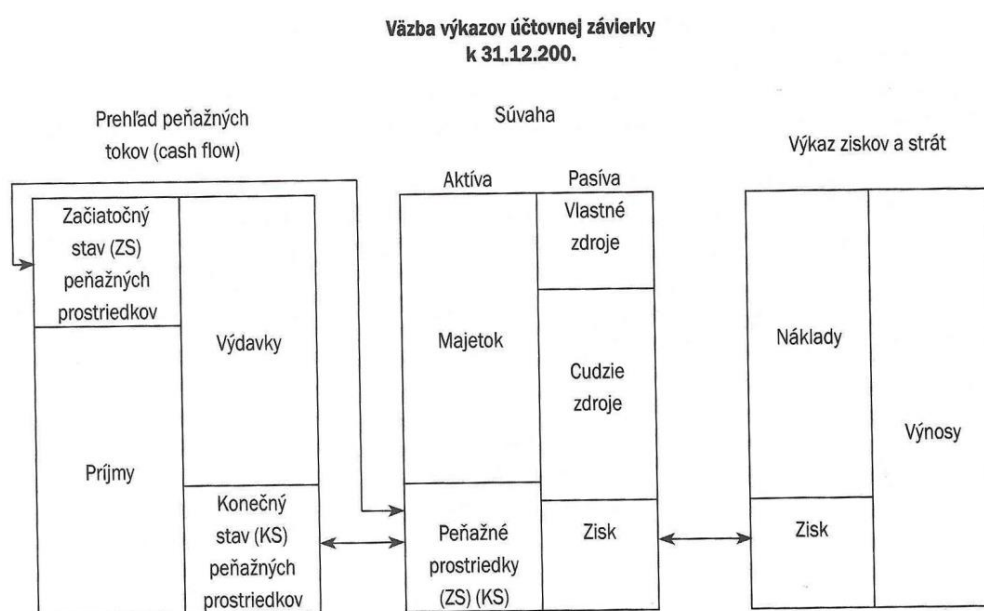
- správy vedúcich pracovníkov jednotlivých útvarov podniku,
- manažérske komentáre,
- osobné kontakty,
- prognózy, hodnotenia a iné;

- **Odhady analytikov rôznych inštitúcií** – uskutočňované najčastejšie analytikmi bánk, inštitúcií, nevládných agentúr a pod.

Účtovná závierka je hlavným zdrojom informácií pre finančnú analýzu. Premieta sa do nej celý reprodukčný proces podniku. Údaje účtovnej závierky vecne, časovo a formálne správne vypovedajú o činnosti podniku. (Zalai, 2008)

V systéme podvojného účtovníctva, v ktorom účtuje aj nami analyzovaný podnik, môžeme účtovné závierky deliť na niekoľko typov (Kotulič et al., 2010):

- **riadna účtovná závierka** – zostavovaná k poslednému dňu účtovného obdobia, základ na výpočet dane z príjmov, účtovné obdobie je kalendárny alebo hospodársky rok;
- **mimoriadna účtovná závierka** – zostavovaná pri mimoriadnych okolnostiach v podniku, kedy zákon o účtovníctve nariaďuje zostavenie účtovnej závierky (napr. pred likvidáciou, konkurzom);
- **priebežná účtovná závierka** – zostavenie na základe osobitného predpisu, účtovné knihy sa vtedy neuzatvárajú, napr. pri premene spoločnosti;
- **individuálna účtovná závierka** – ide o závierku jednej účtovnej jednotky resp. jedného podniku;
- **konsolidovaná účtovná závierka** – účtovná závierka pre skupinu podnikov, tzv. konsolidovaný celok.



Obr. 2 Väzba výkazov účtovnej závierky

Zdroj: Zalai, 2008, s. 64

Podľa § 17 Zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve účtovnú závierku v podvojnóm účtovníctve tvorí **Súvaha, Výkaz ziskov a strát** a **Poznámky**. Najdôležitejšiu časť poznámok tvorí Prehľad peňažných tokov, tzv. Cash flow. Tieto tri výkazy účtovnej závierky tvoria tzv. **tribilančný systém**, kde každý z výkazov ponúka analytikovi informácie osobitného zamerania (Zalai, 2008):

- **Súvaha** – vypovedá o podmienkach, za ktorých prebiehal reprodukčný proces podniku. Sú charakterizované majetkom (aktíva) a finančnými zdrojmi (pasíva) podniku. Tieto údaje sú stavové veličiny, čiže sú necitlivé na dĺžku obdobia, na konci ktorého sú vyčíslené. Toto treba zohľadniť pri porovnávaní dát s veličinami tokovými, ktoré sa nachádzajú vo výkaze ziskov a strát a v prehľade peňažných tokov.
- **Výkaz ziskov a strát** – inak nazývaný aj výsledovka sprostredkúva informácie o výnosoch a nákladoch podniku. Rozdielom je výsledok hospodárenia, buď zisk alebo strata. Výsledovka teda vyjadruje priebeh a výsledky reprodukčného procesu. Výnosy, náklady a VH sú rozdelené do troch oblastí – hospodárskej, finančnej a mimoriadnej.
- **Prehľad peňažných tokov** – resp. prehľad cash flow informuje o príjmoch a výdavkoch podniku a o ich rozdieli, ktorým sú peňažné prostriedky a ich ekvivalenty. Tiež teda zobrazuje priebeh a výsledky reprodukčného procesu.

1.2 Finančné ukazovatele

Prírodovedné a technické disciplíny disponujú veľmi bohatou zásobou exaktných a kvantifikovateľných nástrojov a metód pomáhajúcich vnímať objektívnu realitu. Čo sa týka ekonómie, finanční analytici a ekonomickí špecialisti majú menej pestré východiská na skúmanie ekonomiky na mikro alebo makro úrovni. Kľúčovými sú pre nich **ukazovatele**. Na vytvorenie jasného obrazu, ktorý verne a spoľahlivo reprezentuje analýzu finančnej situácie, musíme používať adekvátne ukazovatele, inak by hrozilo skreslenie informácií, ktoré by mohli spôsobiť nesprávne manažérske rozhodnutia a smerovať podnik a podnikateľskú činnosť nesprávnym smerom.

Analytici a ekonómovia pracujú s ukazovateľmi, ktoré je možné klasifikovať podľa rôznych kritérií. Podľa Zalaia (2008, s. 21 – 22) ide o nasledovné:

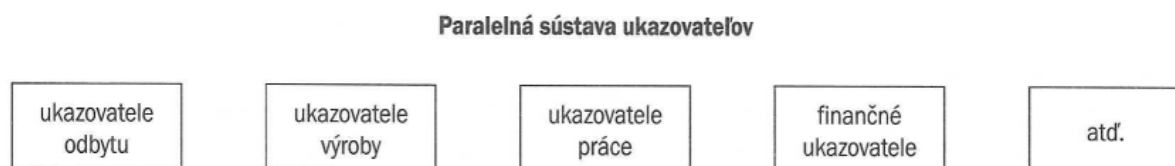
- **Absolútne ukazovatele** – vyjadrujú určitý jav bez vzťahu k inému javu, patria medzi ne napríklad počet pracovníkov, náklady výroby, výška tržieb a pod. Z toho

vyplýva, že absolútne ukazovatele sú veľmi citlivé na veľkosť podniku, čo komplikuje prípadne až znemožňuje ich použitie pri porovnávaní výsledkov rôznych podnikov. Za absolútne ukazovatele môžeme považovať aj rozdielové, ktoré získame z rozdielu dvoch absolútnych ukazovateľov, napr. čistý prevádzkový kapitál.

- **Relatívne ukazovatele** – vypovedajú o vzťahu dvoch rôznych javov, ich číselná hodnota vyjadruje veľkosť jedného pripadajúcu na mernú jednotku druhého, teda ich citlivosť na veľkosť podniku je podstatne nižšia, niekedy až zanedbateľná, avšak porovnateľnosť môže stále komplikovať napr. rozdielnosť odvetví. Podľa konštrukcie medzi relatívnymi ukazovateľmi rozlišujeme:
 - *podielové ukazovatele* – vypovedajú o vzťahu časti k celku, napr. zásoby/aktíva, vlastný kapitál/celkový kapitál;
 - *vzťahové ukazovatele* – porovnávajú pojmovo rozdielne ale rovnocenné veličiny, ktoré majú medzi sebou logické prepojenia, napr. zisk/kapitál, výnosy/pracovníci;
 - *indexy* – ide o rovnaké časovo rozlíšené veličiny, napr. náklady 2020/náklady 2019, tržby₁/tržby₀.
- **Stavové ukazovatele** – vypovedajú o viazanosti (stave) k určitému okamihu, nie sú citlivé na dĺžku obdobia, na konci ktorého je daný okamih, sem patrí napr. stav majetku alebo finančných zdrojov povedzme zo súvahy k 31.12.2020.
- **Tokové ukazovatele** – oproti stavovým vypovedajú o vývoji danej skutočnosti za určitý interval, v rámci ktorého sa skúmané hodnoty kumulujú, preto dĺžka intervalu ovplyvňuje ich veličinu, príkladom je objem nákladov či výnosov.
- **Syntetické ukazovatele** – vypovedajú komplexne o ekonomickej realite, ich informácia obsahuje všetky rozhodujúce charakteristiky, vlastnosti a výsledky vrátane čiastkových, príkladom je rentabilita celkového kapitálu.
- **Analytické ukazovatele** – majú čiastkový obsah, teda pojednávajú len o časti, ktorá sa podieľa na celku, napr. obratovosť zásob, nepodarky vo výrobe a pod.

1.2.1 Sústavy ukazovateľov

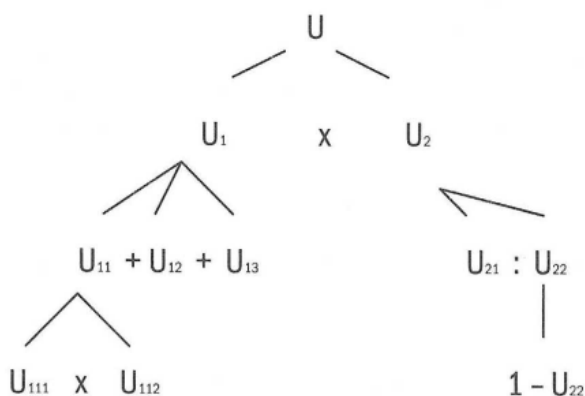
Na skúmanie ekonomickej reality je potrebné použiť sústavu ukazovateľov. Ide o takú množinu ukazovateľov, kde pri jej konštrukcii bola rešpektovaná požiadavka čo najvernejšej reprodukcie a deskripcie. V praxi riadenia podnikov sa používa paralelná, pyramidálna a maticová sústava ukazovateľov. (Zalai, 2008)



Obr. 3 Paralelná sústava ukazovateľov

Zdroj: Zalai, 2008, s. 22

Ukazovatele alebo ich skupiny sú pri paralelnej sústave radené vedľa seba. Majú rovnaký význam, nie sú medzi nimi transparentné vzájomné vzťahy, je možné zaradiť vedľa seba absolútne i relatívne ukazovatele. S takouto sústavou sa stretneme pri finančnej analýze, ktorá sa sústreďí na relatívne finančné ukazovatele. (Zalai, 2008)



Obr. 4 Pyramidálna sústava ukazovateľov

Zdroj: Zalai, 2008, s. 23

Postupným rozkladaním jedného pomerne veľmi syntetického ukazovateľa vznikne pyramidálna sústava, pričom sa dá zvoliť rôzny počet stupňov rozkladu. V tomto prípade

sú medzi ukazovateľmi veľmi jasné vzťahy a kauzálne väzby. Okrem vrcholového ukazovateľa majú ostatné raz postavenie dôsledku – voči ukazovateľom nižšieho stupňa, raz postavenie príčiny – voči ukazovateľom vyššieho stupňa rozkladu. Ide o podobu matematických vzťahov, ktoré významne uľahčujú kvantifikáciu vplyvu činiteľov ovplyvňujúcich vrcholový ukazovateľ. Nevýhodou konceptu je, že kvôli matematickým väzbám si vynucuje zaradenie ekonomicky ťažko interpretovateľných ukazovateľov, prípadne niektoré oblasti činnosti podniku, napr. inovačnú aktivitu, nie je možné zohľadniť vôbec. (Zalai, 2008)

výsledovka súvaha	V	PH	ČV	HZ	ČZ
AKT	V/AKT	*	*	*	ČZ/AKT
VI	V/VI	PH/VI	*	*	ČZ/VI
ZÁV	V/ZÁV	*	ČV/ZÁV	*	ČZ/ZÁV
NM	V/NM	*	*	HZ/NM	ČZ/NM
DHM	V/DHM	*	*	*	ČZ/DHM
OM	V/OM	*	*	*	ČZ/OM
ZÁS	V/ZÁS	*	*	*	ČZ/ZÁS

Obr. 5 Maticová sústava ukazovateľov

Zdroj: Zalai, 2008, s. 23

Vertikálnou a horizontálnou kombináciou vstupných veličín vzniká maticová sústava. Príkladom môže byť sústava uvedená na obrázku 5, ktorá vznikla kombináciou veličín z výsledovky – výstupy a zo súvahy – to sú vstupy reprodukčného procesu podniku. Rozdielna dynamika ukazovateľov v matici po vertikále i horizontále je základom hodnotenia výkonnosti podniku a účinnosti jeho transformačného procesu. Napríklad vyššia dynamika ukazovateľov odvodených z redukovaných ukazovateľov PH, ČV ako neredukovaných V, vypovedá o rastúcej hospodárnosti výroby resp. činnosti. (Zalai, 2008)

Jednotlivým druhom finančných ukazovateľov, ktoré sa najčastejšie používajú vo finančno-ekonomickej praxi a ich vhodnej kompozícii na vyhodnotenie finančnej situácie podniku sa budeme venovať detailne v nasledujúcom texte.⁴

1.3 Analýza absolútnych ukazovateľov

Medzi dve základné metódy analýzy finančných resp. účtovných výkazov, ktoré nám poskytujú informáciu o výške absolútnych hodnôt jednotlivých položiek, patria horizontálna a vertikálna analýza. Pre potreby finančnej analýzy sa vypracúvajú obe, nakoľko sa vhodne dopĺňajú, najčastejšie ide o horizontálnu a vertikálnu analýzu súvahy a výkazu ziskov a strát.

1.3.1 Horizontálna analýza

Keď skúmame finančné výkazy účtovnej závierky za určitý počet rokov, ide o horizontálnu analýzu, nazývanú tiež **analýza trendov** alebo **dynamická analýza**, keďže ide o sled viacerých období v čase ako len o analýzu jedného vybraného momentu. Pre horizontálnu analýzu platí:

- vyžaduje na porovnanie finančné výkazy za dva alebo viac rokov;
- poskytuje informácie v absolútnych číslach a v percentách;
- informuje o vybranej položke v priebehu viacerých rokov;
- slúži na analýzu časových radov.

Údaje z finančných výkazov sú pri tejto analýze zväčša spracované v tabuľkovej forme jeden vedľa druhého, čím je možné prezrieť si zmeny v absolútnych hodnotách jednotlivých položiek počas sledovaných období. Komparácia zmien môže byť uskutočnená aj rozdielmi absolútnych hodnôt alebo pomerom týchto hodnôt vyjadrená v percentách. Analýza trendov v percentách je rozšírením techniky horizontálnej analýzy. Spoločnosť si najčastejšie zvolí vybraný finančný výkaz oproti ktorému porovnáva iné obdobia a sleduje zmeny trendov na jednotlivých položkách, čo napomáha manažérom lepšie plánovať a rozhodovať sa pri podnikateľskej činnosti. (Alamry, 2020)

Zmena ukazovateľa sa pri horizontálnej analýze počíta ako absolútna zmena ukazovateľa, teda rozdiel medzi súčasným a predošlým obdobím:

$$\Delta y = y_1 - y_0$$

Využiť môžeme tiež index, ktorým je pomer hodnôt vybraného ukazovateľa v bežnom a predchádzajúcom období:

$$I = \frac{y_1}{y_0}$$

Pri percentuálnom vyjadrení hovoríme o tempe rastu:

$$\Delta \% = \frac{y_1 - y_0}{y_0} * 100 = (I - 1) * 100$$

Z uvedeného vyplýva, že horizontálnu analýzu je možné urobiť rozdielovou a podielovou analýzou. Ak v menovateli používame hodnotu z toho istého obdobia, hovoríme o bázických indexoch. Ak je v menovateli hodnota bezprostredne predchádzajúceho obdobia, hovoríme o reťazových indexoch. (Kotulič et al., 2010)

1.3.2 Vertikálna analýza

Analýza pomerových ukazovateľov vytvorených na základe finančných výkazov k vybranému dátumu za jedno účtovné obdobie sa nazýva vertikálna analýza, známa aj ako **statická analýza**. Vertikálna analýza neumožňuje objektívne zhodnotenie výsledkov a medziročné porovnania, z tohto dôvodu ju finanční analytici nezaraďujú medzi významnejšie súčasti komplexnej finančnej analýzy, napriek tomu býva ich bežnou súčasťou.

Vertikálna analýza finančných výkazov vychádza z predpokladu, že tieto výkazy majú rovnakú štruktúru a zachytáva jednotlivé položky ako percentuálny podiel na agregovanej veličine, ktorou môže byť napríklad celkový majetok pri analýze súvahy alebo celkové výnosy spoločnosti pri analýze výkazu ziskov a strát. Nevýhodou je, že pri tejto analýze zohľadňujeme len jedno obdobie, čím je znemožnená medziročná komparácia, z čoho pramení aj názov statická analýza. Ak sa ale chceme zamerať len na vybrané obdobie, paradoxne ide o výhodu, čo sa týka náročnosti vstupných dát. Tiež je táto analýza vhodná na vnútrofirmitné porovnávanie a rozbor výkonnosti interných oddelení. Z dôvodu zvýšenia vypovedacej schopnosti sa vertikálna analýza spája, resp. pripravuje sa spoločne s horizontálnou analýzou, aby mohli byť korektne vnímané a interpretované zmeny počas viacerých období. (Alamry, 2020)

Podiel časti na celku v % pri vertikálnej analýze je vyjadrený nasledovným zápisom (Kotulič et al., 2010, s. 82) :

$$\frac{x_i}{\sum_{i=1}^n x_i} \times 100 = \frac{x_i}{X} \times 100$$

x_i = príslušná časť súboru

X = celok súboru = $\sum_{i=1}^n x_i$

n = počet častí súboru

$i = 1, 2, 3, \dots n$

1.4 Analýza rozdielových ukazovateľov

Analýzu rozdielových ukazovateľov odborná literatúra označuje aj ako analýzu fondov finančných prostriedkov prípadne vzhľadom na ich charakter môžu byť označené pojmom rozdielová likvidita. Zahŕňame sem aj niektoré ukazovatele na báze zisku či cash flow.

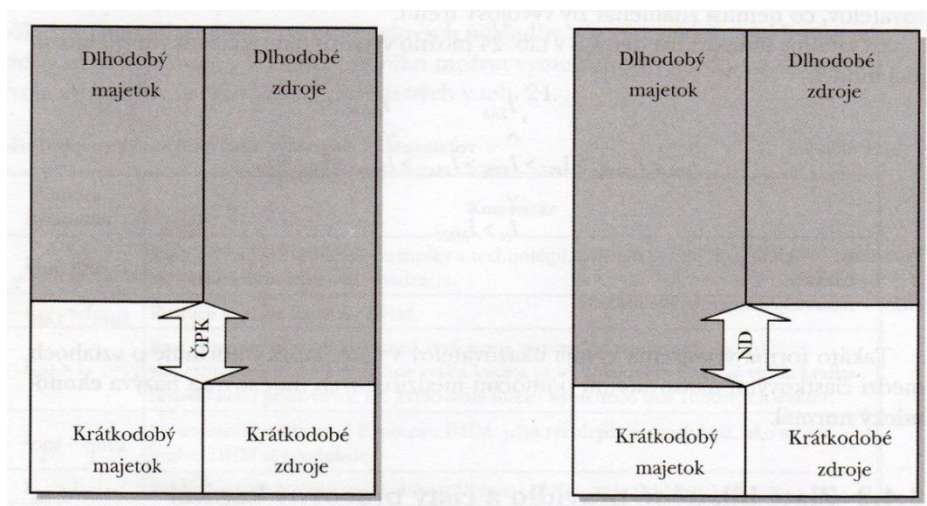
1.4.1 Čistý pracovný kapitál a zlaté bilančné pravidlo

Čistý pracovný kapitál (ČPK) označovaný aj prevádzkový kapitál resp. z angličtiny „working capital“ alebo aj „net working capital“ je najčastejšie používaný rozdielový ukazovateľ a je považovaný za jeden z najvýznamnejších ukazovateľov vypovedajúci o štruktúre financovania a o krátkodobých možnostiach podniku.

$$\text{ČPK} = \text{krátkodobý majetok} - \text{krátkodobé záväzky}$$

$$\text{alt. ČPK} = (\text{dlhodobé záväzky} + \text{vlastný kapitál}) - \text{neobežné aktíva}$$

Manažment musí stanoviť vhodný pomer finančnej stability a obmedzovania kapitálu, záleží aj od požiadaviek na likviditu primeranú v danom odvetví, na druhej strane veľké prevýšenie ČPK môže znamenať financovanie dlhodobých zdrojov krátkodobým majetkom, čo je finančne náročnejšie a nežiadúce. Nedostatočný ČPK indikuje neschopnosť podniku hrať krátkodobé záväzky, s čím môže súvisieť aj strata konkurenčnej výhody, strata obchodných príležitostí a pod. (Fridson – Alvarez, 2002)



Obr. 6 Zlaté bilančné pravidlo – ČPK a nekrytý dlh

Zdroj: Kotulič et al., 2010, s. 88

Aby sme vedeli posúdiť financovanie krátkodobého a dlhodobého majetku na základe ČPK, použijeme tzv. **zlaté bilančné pravidlo**, podľa ktorého by mal byť dlhodobý majetok financovaný dlhodobými zdrojmi krytia. Ak ČPK nadobúda zápornú hodnotu, ide o tzv. **nekrytý dlh**. Prebytok ČPK na druhej strane môže predstavovať pokles hodnoty podniku, nakoľko sa správa ako dlhodobý zdroj financovania, ktorý je z časovej hodnoty peňazí a existencie súvisiacich rizík nákladnejší resp. drahší ako krátkodobé zdroje. Samozrejme, pri analýze je nutné zvážiť aj to, o aký typ podniku a odvetvia ide, nakoľko mierny prebytok nemusí v zásade znamenať problém čo sa týka financovania. Na základe veľkosti ČPK môžu v podniku nastať nasledovné situácie:

- **prekapitalizovaná spoločnosť**, využívané sú dlhodobé zdroje na krytie krátkodobých záväzkov, vzniká tzv. „finančný vankúš“, ak $\text{ČPK} > 0$;
- **podkapitalizovaná spoločnosť**, časť dlhodobých aktív je krytá krátkodobým dlhom, ak $\text{ČPK} < 0$;
- **optimálne financovanie** nastáva teoreticky, ak obežný majetok = krátkodobé záväzky, resp. $\text{OM} - \text{KZ} = 0$ alebo dlhodobý majetok = dlhodobé záväzky, resp. $\text{DM} - \text{DZ} = 0$. (Kotulič et al., 2010)

1.4.2 Rozdielová likvidita

Čisté pohotové prostriedky (ČPP) slúžia na identifikáciu schopnosti uhradiť okamžite splatné krátkodobé záväzky. Medzi pohotové prostriedky radíme okrem peňažných prostriedkov, ktoré predstavujú najvyšší stupeň likvidity tiež krátkodobé cenné papiere a krátkodobé termínované vklady, ktoré sú vo vyspelých ekonomikách reatívne jednoducho a rýchlo vymeniteľné za peňažné zdroje. (Knápková – Pavelková, 2010).

$$\text{ČPP} = \text{pohotové peňažné prostriedky} (+ \text{krátkodobé cenné papiere} + \\ + \text{krátkodobé termínované vklady}) - \text{okamžite splatné záväzky}$$

Tento ukazovateľ nie je ovplyvnený spôsobmi oceňovania, ako je tomu napr. pri zásobách či ostatnom finančnom majetku. Čo sa týka dôveryhodnosti pre externé prostredie, existuje tu možnosť relatívne ľahkej manipulácie pomocou presunov platieb k momentu výpočtu likvidity. Zároveň pri výročných správach a uzávierkach detaily, ktoré obsahuje ukazovateľ ČPP nebývajú uvedené. (Konečný, 2010)

Čistý peňažný majetok (ČPM) je kompromisom medzi ČPK a ČPP, keďže okrem pohotových peňažných prostriedkov a ich ekvivalentov započítava do obežného majetku aj krátkodobé pohľadávky ponížené o nevymožiteľné pohľadávky. (Hrdý – Horová, 2009)

$$\text{ČPM} = \text{obežné aktíva} - \text{zásoby} - \text{nelikvidné pohľadávky} - \text{krátkodobé pasíva}$$

Pri analyzovaní finančných fondov a interpretácii výsledkov musíme rešpektovať existenciu v podniku trvalo viazaného majetku i záväzkov. Patria sem napr. preddavky na dane či preddavky obchodným partnerom vo výrobnnej sfére, dlh voči zamestnancom (kontinuálne v určitom objeme podľa počtu zamestnancov), obchodné úvery a pod. (Sedláček, 2011)

1.5 Analýza pomerových ukazovateľov

Existuje niekoľko typov relatívnych finančných ukazovateľov, ktoré je možné začleniť do špecifických kategórií, na základe oblasti podnikania o ktorej nám prinášajú informáciu. Pre mnohé z nich vznikli praxou overené referenčné hodnoty na urýchlenie

pochopenia a interpretácie výsledkov analýzy. Samozrejme je potrebné vnímať ukazovatele v súvislostiach, s ohľadom na prostredie podniku a typ jeho činnosti, keďže jeden ukazovateľ izolovane by sa niekedy síce mohol zdať horší, avšak k daným okolnostiam je v poriadku, či dokonca prirodzený alebo až vyhovujúci. V texte nižšie prinášame prehľad kľúčových pomerových ukazovateľov v podobnej štruktúre, ako to uvádzajú domáci (Zalai 2008, Kotulič 2010) i zahraniční (Helfert 2001, Gibson 2009) autori.

1.5.1 Ukazovatele likvidity

Je dôležité vedieť, aká je schopnosť podniku hradiť svoje krátkodobé záväzky. Táto schopnosť je ovplyvnená viacerými skutočnosťami, pričom najdôležitejšími sú štruktúra majetku a adekvátny cash flow. Pri obežnom majetku je dôležitá jeho **likvidnosť**, t. j. schopnosť premeny na peniaze a ich ekvivalenty. Likvidnosť je určená časom potrebným na premenu a nákladmi s tým spojenými. Majetkové kategórie podľa likvidnosti členíme do štyroch skupín:

- 1) najlikvidnejšie časti majetku – peniaze, bankové účty, ceniny, krátkodobé cenné papiere;
- 2) majetkové súčasti realizovateľné v krátkej dobe – krátkodobé pohľadávky, preddavky vyplatené dodávateľom, časové rozlíšenie;
- 3) menej likvidné položky majetku – zásoby;
- 4) iný dlhodobý likvidný majetok – obligácie, dlhodobé pohľadávky, termínované vklady;
- 5) nelikvidný resp. takmer nelikvidný majetok – dlhodobý hmotný majetok. (Zalai, 2008)

Medzi základné ukazovatele likvidity patria:

$$\text{Pohotov\'a likvidita} = \frac{\text{kr\'atkodob\'y finan\'cn\'y majetok}}{\text{kr\'atkodob\'e z\'av\'azky}}$$

Pohotovú likvidita, nazývaná aj likvidita 1. stupňa, resp. „cash ratio“ je veľmi konzervatívny ukazovateľ, nakoľko nezohľadňuje potenciálne problémy premeny zásob a pohľadávok na peniaze a teda vhodne vypovedá o krátkodobej schopnosti splácať záväzky. V praxi však analytici málokedy pripisujú pohotovej likvidite veľký význam, keďže nie je obvyklé aby podnik disponoval nadmerne veľkými peňažnými obnosmi na krytie záväzkov miesto toho aby ich vhodne alokoval na svoje činnosti. (Gibson, 2009)

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok} + \text{krátkodobé pohľadávky}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Bežná likvidita alebo likvidita 2. stupňa, resp. „acid test ratio“ oproti pohotovej likvidite pridáva do čitateľa krátkodobé pohľadávky, teda stále vylučujeme najmenej likvidné časti obežného majetku z výpočtu. Odporúčané hodnoty sú v intervale 1 – 1,5 a teda krátkodobé záväzky by nemali presiahnuť hodnotu finančného majetku a krátkodobých pohľadávok. (Zalai, 2008)

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok} + \text{krátkodobé pohľadávky} + \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Celková likvidita, inak aj likvidita 3. stupňa, resp. „current ratio“ je schopnosť podniku splácať dlhy prostredníctvom krátkodobého majetku, zisťujeme či má podnik dost prostriedkov na riadenie jeho bežnej prevádzky. Primeraná hodnota by mala byť v intervale 1,5 – 2,5 z čoho vyplýva, že krátkodobé záväzky by nemali presiahnuť 50% hodnoty obežného majetku. Koeficienty bežnej a celkovej likvidity nám napovedia o veľkosti zásob v podniku. Za bežných okolností platí, že pokiaľ je hodnota bežnej likvidity výrazne nižšia oproti celkovej likvidite, zásoby tvoria nadmernú časť obežného majetku. (Kotulič et al., 2010)

Ako vidíme z ukazovateľov, obežné aktíva a krátkodobé záväzky sú základom pre výpočty ukazovateľov likvidity, ako pomerových, tak aj rozdielových uvedených vyššie. Ukazovatele likvidity sú v praxi používané najmä v nasledovných súvislostiach:

- veritelia rátajú pomer medzi obežným majetkom a krátkodobými záväzkami z dôvodu určenia bonity spoločnosti;
- investori využívajú ČPK na určenie krátkodobej a strednodobej vyhliadky pre spoločnosť;
- drobní akcionári a minoritní investori chcú vedieť aká je likvidita spoločnosti z dôvodu schopnosti vyplácať dividendy;
- finanční manažéri sa zaujímajú o pomer krátkodobého majetku a záväzkov, aby vedeli diagnostikovať schopnosť spoločnosti plniť záväzky. (Zahariev, 2019)

1.5.2 Ukazovatele zadlženosti

Monitorovanie štruktúry finančných zdrojov podniku sa deje cez ukazovatele zadlženosti. Finančná stabilita podniku je vyjadrená podielom vlastných a cudzích zdrojov. Najčastejšie v rámci zadlženosti sledujeme nasledovné:

$$\text{Koeficient samofinancovania} = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{celkový kapitál}}$$

$$\text{Koeficient zadlženosti} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{celkový kapitál}}$$

Stupeň samofinancovania a stupeň zadlženosti vypovedajú o štruktúre finančných zdrojov. Ich súčet je 1, resp. 100% a modifikáciou v čitateli môžeme vytvárať ďalšie odvodené ukazovatele zadlženosti na detailnú analýzu. (Zalai, 2008)

$$\text{Finančná páka v1} = \frac{\text{aktíva}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Finančná páka, tzv. „financial leverage“ hovorí o tom, aký podiel na aktívach má vlastný kapitál. V prípade, že páka má hodnotu 2 je podiel cudzieho a vlastného kapitálu rovnaký. Finančnú páku môžeme použiť aj na označenie ukazovateľov v inej štruktúre zdrojov. (Zalai, 2008)

$$\text{Finančná páka v2} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Druhá verzia finančnej páky je využívaná v trhoch rozvinutých krajínach na sledovanie primeranej miery využívania cudzieho kapitálu, kde horná hranica pomeru na VK by mala byť zhruba dve tretiny, resp. 70%. (Zalai, 2008)

$$\text{Finančná páka podľa zisku} = \frac{\text{E B I T}}{\text{E B T}}$$

Alternatívne vyjadrenie pre finančnú páku pracuje s EBIT v čitateli a EBT v menovateli, keďže páka má významný vplyv na zisk. (Gibson, 2009)

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{\text{E B T} + \text{úroky}}{\text{úroky}}$$

V praxi je potrebné zohľadniť najvyššiu mieru úrokov za 5-ročné obdobie aby sme získali objektívne údaje o úrokovom krytí. Ide o schopnosť hradiť náklady na cudzí kapitál, ak sú príliš vysoké, je nutné znížiť zadlženosť. (Gibson, 2009)

$$\text{Platobná neschopnosť} = \frac{\text{krátkodobé záväzky}}{\text{krátkodobé pohľadávky}}$$

Ukazovateľ v súvislosti s likviditou poskytuje doplňujúce informácie o vzťahu krátkodobých aktív a pasív a v prípade problémov poukazuje na primárnu platobnú neschopnosť ak je > 1 alebo na sekundárnu, resp. druhotnú platobnú neschopnosť ak je < 1. (Zalai, 2008)

$$\text{Krytie dlhodobého majetku} = \frac{\text{dlhodobé zdroje}}{\text{dlhodobý majetok}}$$

V podstate zobrazuje dodržanie zlatého bilančného pravidla. V prípade hodnoty ukazovateľa väčšej ako 1 je podnik prekapitalizovaný, ak je menší ako 1 je podkapitalizovaný. (Zalai, 2008)

$$\text{Cash flow zadlženie} = \frac{\text{záväzky} - \text{likvidné prostriedky}}{\text{cash flow}}$$

Schopnosť podniku pokryť dlhy z ročného cash flow. Táto verzia ukazovateľa je relatívne konzervatívna, firmy si častokrát vyberajú čo zahrnú do záväzkov. (Gibson, 2009)

1.5.3 Ukazovatele aktivity

Tieto ukazovatele hovoria o viazanosti kapitálu v rôznych formách aktív, a teda prezrádzajú ako efektívne podnik hospodári so svojimi aktívami. Zloženie a pomery majetkových súčastí zároveň ovplyvňujú likviditu. Všeobecne platí, že nižšia viazanosť aktív, resp. vyššia obratovosť znamená kratšiu transformáciu na likvidné formy majetku. Môžeme to sledovať prostredníctvom ukazovateľov doby obratu a počtu obratu. Doba obratu predstavuje dni potrebné na speňaženie sledovanej položky majetku vo forme tržieb. Obrat vypovedá o tom, koľko eur tržieb dokáže vyprodukovať jedno euro majetku. Ukazovateľ obratu by mal mať ideálne rastúcu tendenciu. (Kotulič et al., 2010)

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby (Ø stav)} * 365}{\text{tržby}} \\ (\text{alebo aj náklady pri zásobách})$$

Ukazovateľ vyššie udáva, koľko dní trvá jedna obrátka zásob. V tomto prípade je možné pre rozšírenie informácie dosadiť do menovateľa miesto tržieb náklady. (Zalai, 2008).

$$\text{Doba obratu (inkasa) krátkodobých pohľadávok} = \frac{\text{pohľadávky (Ø stav)} * 365}{\text{tržby}}$$

Inkaso krátkodobých pohľadávok má podobnú výpovednú hodnotu ako je tomu u zásob. Hovorí o tom, koľko dní priemerne trvá od vzniku nároku na platbu po moment inkasa. (Zalai, 2008)

$$\text{Doba splácania záväzkov} = \frac{\text{záväzky } (\emptyset \text{ stav}) * 365}{\text{náklady}}$$

Platobnú disciplínu odberateľov je vhodné konfrontovať s vlastnou platobnou disciplínou podniku, o ktorej vypovedá doba splácania záväzkov. Vyjadruje trvanie doby od momentu vzniku záväzku po jeho úhradu. Veľké rozdiely medzi dobami splatnosti pohľadávok a záväzkov indikujú nekonsolidované hospodárske vzťahy. (Zalai, 2008)

$$\text{Doba obratu aktív} = \frac{\text{aktíva } (\emptyset \text{ stav}) * 365}{\text{tržby}}$$

Obratovosť celkových aktív môžeme vyčíslieť podobne ako predchádzajúci ukazovateľ, avšak v menovateli používame tržby. Je možné sledovať aj iné časové úseky, v tom prípade je potrebné zohľadniť počet dní v čitateli. (Zalai, 2008)

$$\text{Obrat krátkodobých pohľadávok} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohľadávky } (\emptyset \text{ stav})}$$

Likvidita pohľadávok je vyjadrená prostredníctvom obratu pohľadávok v tržbách, pričom v menovateli sledujeme priemerný stav. (Gibson, 2009)

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{tržby (alebo náklady)}}{\text{zásoby } (\emptyset \text{ stav})}$$

Likvidita zásob je vyjadrená ukazovateľom obrat zásob, kde v čitateli môžeme použiť ako tržby, tak aj náklady. Skresľovať údaje môže priemerný stav zásob ak sú v podnikateľskej činnosti v priebehu roka výrazné fluktuácie. (Gibson, 2009)

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktíva } (\emptyset \text{ stav})}$$

Obrat aktív meria aktivitu majetku a schopnosť podniku generovať tržby vďaka využívaniu tohto majetku. Tento ukazovateľ sa pri analýze dáva do súvislosti so ziskovou maržou, nakoľko majú vplyv na rentabilitu aktív. (Gibson, 2009)

1.5.4 Ukazovatele rentability

Úsilie podnikateľskej činnosti je vyjadrené prostredníctvom ukazovateľov rentability. Premietajú sa do nich vývoj a úroveň likvidity, aktivity a zadlženosti a ukazovatele rentability ich syntetizujú. (Zalai, 2008)

$$\text{Rentabilita tržieb (ROS)} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

$$\text{Ukazovateľ nákladovosti} = \frac{\text{náklady}}{\text{výnosy}}$$

ROS vypovedá o zhodnotení spotrebovaných vstupov tak, že kvantifikuje výšku zisku v jednom eure tržieb. Ukazovateľ charakterizuje hospodárnosť činností, jeho úprava nám sprostredkúva ukazovateľ nákladovosti. Ukazovateľ nákladovosti vyjadruje, koľko nákladov je nutné vynaložiť na dosiahnutie 1 eura výnosov a vhodne dopĺňa informácie o rentabilite. (Zalai, 2008)

$$\text{Rentabilita aktív (ROA)} = \frac{\text{zisk}}{\text{aktíva}}$$

Najjednoduchším spôsobom analýzy ziskovosti je pomerovať čistý zisk ku celkovým aktívam. Môžeme ukazovateľ upraviť, keď od aktív odrátame krátkodobé záväzky. Dôvodom je, že bežné záväzky podporujú obežný majetok v podstate beznákladovo. Takéto čisté aktíva sa nazývajú tiež kapitalizácia spoločnosti alebo investovaný kapitál, ktorý je reprezentovaný vlastnými zdrojmi a dlhodobými záväzkami. (Helfert, 2001)

$$\text{Rentabilita kapitálu (ROI)} = \frac{\text{zisk} + \text{úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

ROI je najjednoduchším spôsobom vyjadrenia ziskovosti využívaného kapitálu a v základnej forme je tento ukazovateľ štandardným účtovným merítkom, nie však stelesnením ekonomickej výkonnosti podniku. (Helfert, 2001) Podľa Zalaia (2008) ide o najsyntetickejšie vyjadrenie výnosnosti kapitálu.

$$\text{Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)} = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Ukazovateľ vzťahu zisku a vlastného kapitálu, ktorý, hlavne pri spoločnostiach obchodovaných na burze, môže byť už len pozostatkom účtovných hodnôt, rezerv, reklasifikácií a pod. Napriek jeho širokému využívaniu v praxi nedokáže adekvátne reflektovať na ekonomickú výkonnosť podniku. Okrem bežných účtovných úskalí je ovplyvnený finančnou pákou, ktorú podnik využíva. Páka robí tiež náročnejším porovnávanie navonok podobných podnikov. (Helfert, 2001)

1.5.5 Ukazovatele trhovej hodnoty

Nasledovné ukazovatele zohrávajú významnú úlohu pri informovaní investorov a potenciálnych investorov, ktorí hodnotia podnik na základe minulých výsledkov, ale tiež rizikovosti podnikateľskej činnosti a predikcií budúcnosti.

$$\text{Vzťah kurzu a zisku (P/E koeficient)} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{zisk na jednu akciu}}$$

P/E koeficient alebo „Price/Earnings ratio“ vyjadruje, koľko sú investori ochotní zaplatiť za jednu menovú jednotku vykázaného zisku. Interpretácia je zložitá, pretože aj pri poklese zisku je možné dosiahnuť pozitívny vývoj, čo nie je žiadúce. (Zalai, 2008)

$$\text{Výnosnosť akcie (recipročné P/E)} = \frac{\text{zisk na akciu}}{\text{trhová cena akcie}}$$

Ukazovateľ, ktorý sa dlhodobo zosúva z kedysi prvého miesta ukazovateľov trhovej hodnoty. I keď je stále sledovaný analytikmi a používaný v rôznych oceňovacích modeloch, vyjadruje len ziskovú časť účtovného spektra. Podlieha mnohým účtovným pravidlám a je vzdialený od reálneho cash flow. (Helfert, 2001)

$$\text{Price/Cash flow (P/CF)} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{CF na akciu}}$$

Ukazovateľ pomeru ceny akcie ku cash flow nie je citlivý na zmeny zisku, ktoré môžu byť i špekulatívne. Ako primeraná hodnota sa uvádza 5, čo vyjadruje, že hodnota podniku sa rovná päťnásobku ročného cash flow. (Zalai, 2008)

$$\text{Price/Book Value (P/BV)} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{účtovná hodnota ZI na akciu}}$$

Tento ukazovateľ hovorí o tom, ako trh hodnotí podnik. Želaný stav je, aby bola trhová cena akcie vyššia., teda ukazovateľ > 1. Pri spoločnostiach obchodovaných na burze je účtovná hodnota častokrát bezvýznamná, investori sa riadia výhradne trhovou cenou. (Gibson, 2009)

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akciu}}{\text{trhová cena akcie}}$$

Pre investorov, ktorí majú záujem na tom, aby získavali pravidelný príjem zo svojej investície prostredníctvom dividend je dôležitý tento ukazovateľ, ktorý vyjadruje, koľko reálne vyplatených dividend im vlastníctvo akcie zarobí. (Gibson, 2009)

1.6 Analýza výkonnosti podniku

Na analýzu celkovej výkonnosti podniku potrebujeme súbor resp. sústavu ukazovateľov zostavených do logického celku. Do takejto sústavy ukazovateľov patria okrem vyššie uvedených aj zložitejšie syntetické ukazovatele, na ktorých sa podieľajú rôzne čiastkové, analytické ukazovatele, ktoré môžu predstavovať aj napríklad odvodené či upravené pomerové ukazovatele. Evidentné formy prejavu výkonnosti, ako finančná situácia, kvalitatívne a kvantitatívne výsledky, sú pre analýzu kľúčové. Východiskovou a završujúcou kategóriou súčasne je výkonnosť spolu s úrovňou transformačného procesu. **Transformačný proces** podniku je taký, v ktorom sa vstupy menia na výstupy a účinnosť, s akou sa to deje, vypovedá o výkonnosti podniku. Analýza úrovne transformačného procesu sa deje retrospektívnym postupom typickým pre analýzu. **Výkonnosť** je fenomén, ktorý predurčuje výsledky podniku, t. j. výstupy, a súčasne do nich i vyúsťuje. Tým ovplyvňuje postavenie podniku na trhu. Zdalo by sa, že kvantifikovať a zhodnotiť výkonnosť podniku je jednoduchá záležitosť – veď si to vyžaduje len konfrontovať vstupy

a výstupy podniku. Tento problém je v ekonomickej realite zložitý, komplikácie súvisia s tým, že nároky na ponímanie vstupov a výstupov sa dynamicky menia a spolu s nimi sa mení stanovisko k cieľom podnikania. Na konci 20. storočia sa názor na cieľ podnikania podstatne mení, od tradičnej filozofie maximalizácie zisku sa prechádza k maximalizácii hodnoty samotného podniku. Toto smerovanie udávajú veľké krajiny ako USA s rozvinutým kapitálovým trhom. Preto je nutné pri analýze výkonnosti podnikov reflektovať adekvátne aj na túto zmenu. (Zalai, 2008)

Vývoj vo vymedzení **vstupov do transformačného procesu** podniku má podľa Zalaia (2008, s. 240) dve etapy:

Prvá etapa: vymedzenie vstupov zodpovedajúce úsiliu o maximalizáciu účtovného hospodárskeho výsledku, ide o analytické a syntetické vstupy. Pri **analytickom** vymedzení vstupov do reprodukčného procesu sa obyčajne zohľadňujú jednotlivé činitele výroby, pričom ich angažovanosť v transformačnom procese má dve podoby – viazanosť a spotrebu. Viazanosť znamená vymedzenie vstupu jeho množstvom, napr. počet pracovníkov, stav DHM, stav zásob. V druhom prípade berieme do úvahy len spotrebované vstupy, napr. mzdové náklady, odpisy DM, materiálové náklady. Pri **syntetickom** vymedzení vstupy vyčíslujeme najmä celkovým objemom majetku, ktorý sme do činnosti vložili, napr. aktíva alebo vlastné imanie.

Druhá etapa: vymedzeniu vstupov predchádza zmena chápania hlavného podnikateľského cieľa, t. j. maximalizácie hodnoty podniku pre vlastníkov. Stretávame sa s rôzne upravenými vymedzeniami majetku, napríklad sa zohľadňujú čisté aktíva (súčet DM a ČPK), hrubé aktíva (súčet DM v aktuálnych/reprodukčných cenách a ČPK), náklady kapitálu WACC ako vážený súčet nákladov na vlastný i cudzí kapitál.

Vývoj vo vymedzení **výstupov z transformačného procesu** podniku je možné rozdeliť tiež na dve etapy (Zalai, 2008, s. 241):

Prvá etapa: tzv. „svedectvo“ výsledku transformačného procesu môže mať podobu hrubého výstupu (ide o kvantitatívne výsledky podniku, výnosy, tržby, pridanú hodnotu a pod.) alebo finančného výstupu (VH dosiahnutý v analyzovanom období).

Druhá etapa: vývoj reaguje na obmedzenia výpovede VH o výkonnosti podniku. Pri vymedzení výstupu sa uplatňuje myšlienka nákladov obetovanej príležitosti (vystupujú v podobe ceny resp. nákladov kapitálu – WACC) a pozornosť sa presúva od účtovného VH

k prevádzkovému VH a neskôr k prevádzkovému Cash flow (vymedzený väčšinou ako prevádzkový zisk po zdanení a odpisy).

1.6.1 Analytické postupy hodnotenia výkonnosti podniku

Aby sme vedeli korektne zhodnotiť výkonnosť podniku, musíme zakladať na jednoduchom čiastkovom vymedzení vstupov pre analýzu. Predpokladáme tzv. bilaterálny vzťah medzi analyticky vymedzeným vstupom a materiálnym výstupom transformačného procesu podniku. Ukazovatele používané na vyjadrenie tohto vzťahu majú všeobecne jednoduchú konštrukciu pričom sa uplatňujú dva základné prístupy (Zalai, 2008, s. 242):

$$\mathbf{1) Ukazovateľ} = \frac{\text{výstup}}{\text{vstup}}$$

Kvantifikuje sa objem výstupov pripadajúcich na jednotku vstupov – ukazovatele **produktívnosti** a **účinnosti**, napríklad:

$$\frac{\text{Výnosy}}{\text{Počet pracovníkov}} = \text{produktivita práce pracovníka}$$

$$\frac{\text{Výnosy}}{\text{Dlhodobý majetok}} = \text{účinnosť dlhodobého majetku}$$

$$\frac{\text{Výnosy}}{\text{Zásoby}} = \text{účinnosť zásob}$$

$$\mathbf{2) Ukazovateľ} = \frac{\text{vstup}}{\text{výstup}}$$

Kvantifikujeme objem vstupov potrebných na dosiahnutie jednotky výstupu – ukazovatele **náročnosti**, napríklad:

$$\frac{\text{Materiál}}{\text{Výnosy}} = \text{náročnosť výroby na materiálovú spotrebu}$$

$$\frac{\text{Náklady}}{\text{Výnosy}} = \text{nákladovosť výroby}$$

Zostavené ukazovatele môžu vypovedať o výkonnosti nejednoznačne, prípadne jeden môže byť v logickom protiklade k druhému. Ak nedokážeme vyvodiť jednoduché závery na základe konštrukcie analytických ukazovateľov, nasledovné postupy nám pomôžu dôkladnejšie rozoznať situáciu v danom podniku (Zalai, 2008, s. 243 – 245):

- **Analýza zmeny vstupu vyvolaná 1-percentným rastom výstupu:** kvantifikujeme zmenu vstupu vyvolanú rastom výstupu o 1% a získané výsledky vyhodnotíme nasledovne:
 - ak si rast výstupu o 1% nevyžiadal žiadny rast vstupu (či vstup prípadne i klesol), ide o vývoj **intenzívny**, jediným činiteľom rastu výstupu je zmena kvalitatívneho činiteľa (produktívnosti či účinnosti);
 - ak si rast výstupu o 1% vyžiadal rast vstupu v intervale 0,01 – 0,49% ide o vývoj **prevažne intenzívny**, hlavným činiteľom (nie jediným) zmeny výstupu o 1% je zmena kvalitatívneho činiteľa reprezentovaného ukazovateľom produktívnosti;
 - ak si rast výstupu o 1% vyžiadal rast vstupu v intervale 0,5 – 0,99% ide o vývoj **prevažne extenzívny**, pretože rozhodujúcim (prevažujúcim) činiteľom zmeny výstupu je činiteľ kvantitatívny;
 - ak si rast výstupu o 1% vyžiadal rast vstupu o 1% alebo väčší, ide o vývoj **extenzívny**, jediným činiteľom rastu výstupu je činiteľ kvantitatívny (objem vstupu).
- **Analýza podielu kvantitatívneho a kvalitatívneho činiteľa na zmene výstupu:** podobne ako pri postupe vyššie, podstata metodiky je v kvantifikácii vplyvu kvantitatívneho činiteľa na zmenu podnikového výstupu, táto zmena môže byť vyjadrená relatívne (pomerom hodnoty obdobia 1 vs 0 v %) alebo absolútne (rozdielom hodnoty obdobia 1 vs 0).
- **Výpočet relatívnej úspory, resp. absolútneho prekročenia vstupov:** relatívna úspora vypovedá o mernej úspore vstupov na jednotku výstupu, absolútne prekročenie je naopak dôkazom rastu vstupov na jednotku výstupu. Relatívnu úsporu aj absolútne

prekročenie vypočítame tak, že najprv vyrátame potrebu vstupu na dosiahnutie bežného výstupu pri kvalitatívnej charakteristike (produktívnosti) základného obdobia, čím dosiahneme tzv. prepočítaný stav vstupov, ktorý porovnáme so stavom bežným (skutočným) a vyčíslime odchýlku, ktorá bude relatívnou úsporou ak bežný stav bude menší ako prepočítaný, ak bude stav väčší, dostaneme absolútne prekročenie.

1.6.2 Komplexné postupy hodnotenia výkonnosti podniku

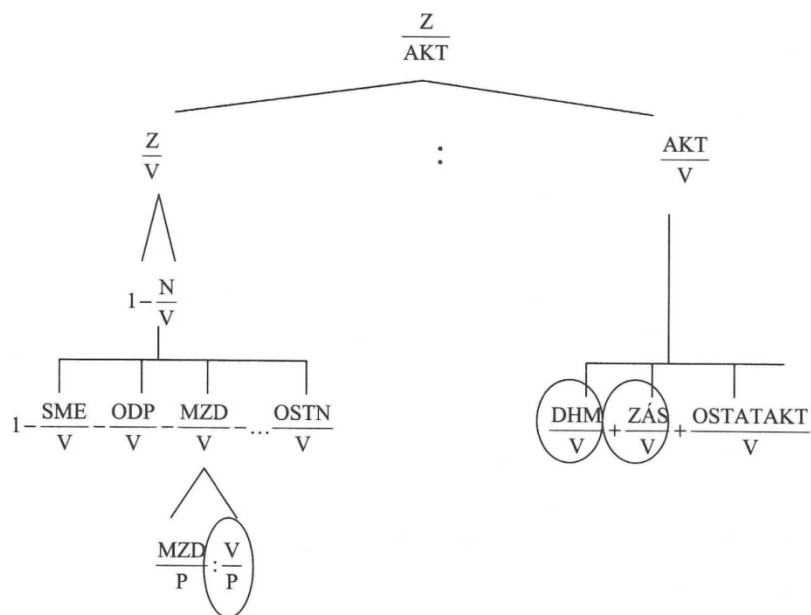
Riadenie podnikov v praxi vyžaduje vyjadrenie komplexnej výkonnosti, kde musíme zrátať, resp. skombinovať účinky jednotlivých vstupov. Ide o náročnú úlohu, ktorá sa v praxi mnohokrát rieši neuspokojivo, bez exaktne a objektívne vytvorených ukazovateľov, ktoré však máme k dispozícii a dokážeme nimi precízne zachytiť ekonomickú realitu. Môžeme využiť Integrálny ukazovateľ výkonnosti alebo Syntetický ukazovateľ výkonnosti. (Zalai, 2008)

Integrálny ukazovateľ výkonnosti je tvorený pomocou zhrnutia súboru použitých ukazovateľov produktívnosti matematicko-štatistickými metódami. Nejde o ukazovateľ bežnej podnikovej praxe, je umelý a jeho vypovedacia schopnosť závisí od vypovedacej schopnosti ukazovateľov, ktoré zastrešuje. Na zhrnutie ukazovateľov používame metódy multikriteriálneho resp. viacaspektového hodnotenia. Majú široké použitie a umožňujú nám zahrnúť aj ukazovatele vyjadrené v rôznych jednotkách. (Zalai, 2008)

Syntetický ukazovateľ výkonnosti predstavuje ukazovateľ syntetizujúci rôzne oblasti transformácie vstupov na výstupy. Postup zhrnutia a komprimovania čiastkových výsledkov do syntetickej veličiny je predurčený vymedzením cieľa podnikania a musí mu aj zodpovedať. Pritom rešpektujeme dva prístupy – tradičný s orientáciou na dosahovanie zisku a nový, pri ktorom je podstatná maximalizácia trhovej hodnoty podniku. (Zalai, 2008).

Tradičné ziskovo orientované kritériá sú vhodne reprezentované ukazovateľmi rentability – ROI, ROA, ROE. Využívame pri tom Du Pontove rozklady a ich rozvedenie do pyramídovej sústavy ukazovateľov, kde je preukázané, že tieto ukazovatele rentability syntetizujú parciálne výsledky rôznych oblastí ekonomiky podniku. Na obrázku nižšie je znázornená zjednodušená desagregácia ukazovateľa ROA upravená tak, aby v nej mali

klúčovú pozíciu práve ukazovateľa produktivity, ktoré sme načrtli v predošlej časti. (Zalai, 2008)



Obr. 7 Zjednodušený pyramídový rozklad ROA

Zdroj: Zalai, 2008, s. 248

Rozklad ukazovateľa ROA je vyjadrený podľa prvej Du Pontovej rovnice, ktorá nielen odpovedá na otázky, ale dáva priestor vzniku ďalším. Determinujúce činitele sú ziskovosť výnosov, charakterizujúca zhodnotenie spotrebovaných vstupov a náročnosť výnosov na aktíva, vypovedajúca o viazanosti vstupov. Ak spoločnosť zvýši ROA tak, že zníži pracovný kapitál bez poškodenia konkurencieschopnosti, môže byť produktívnejšia. Na druhej strane zníženie kapitálových výdavkov môže mať tiež pozitívny krátkodobý efekt na ROA. (Fridson – Alvarez, 2002)

Výhrady voči ziskovej orientácii podnikov sa začali množiť v 90. rokoch 20. storočia ako dôsledok globalizácie svetovej ekonomiky a tlaku primárne anglo-saských ekonomík s vyspelým kapitálovým trhom. Klasickým ukazovateľom rentability ROA, ROE, ROI sa vytýka necitlivosť voči riziku, ktoré podstupujú vlastníci a investori, nezohľadňovanie časovej hodnoty peňazí a skutočnosť, že účtovný zisk zohľadňuje len cenu cudzích zdrojov vyjadrenú úrokom a možno s ňou pomocou účtovných operácií manipulovať. Z tohto dôvodu začínajú vznikať nové kritériá hodnotenia výkonnosti podnikov. (Zalai, 2008)

Nové kritériá preferujúce rast hodnoty podniku boli vyvinuté v roku 1993 americkou poradenskou firmou Stern Stewart Co. a aj napriek ich dlhšej existencii v praxi ich stále označujeme pojmom „nové“ vzhľadom na odlišných princíp vypovedania o hodnote. Ide o **EVA** a **MVA**, ktoré vyjadrujú novú koncepciu hodnotenia úspešnosti podnikania s preferovaným postavením vlastníkov a ohľadom na maximalizáciu zhodnotenia vložených investícií. Ukazovateľ EVA a alternatívne nové ukazovatele priblížime v nasledujúcom texte. (Zalai, 2008)

Ekonomická pridaná hodnota – EVA: *„ukazovateľ EVA preferuje ekonomický zisk, t. j. zisk tvorený rozdielom medzi výnosmi kapitálu a ekonomickými nákladmi, teda nákladmi, ktoré okrem účtovných nákladov zahŕňajú tzv. oportunitné náklady. Tie predstavujú výnos, ktorý by vlastník (investor) získal, keby svoje zdroje vložil do iných akcií a obligácií s porovnateľným ziskom a ktorý nezíska, pretože svoje prostriedky nasmeroval inde“* (Zalai, 2008, s. 251).

Podľa Granta (2003) existujú dva spôsoby definovania EVA – účtovný a finančný. Z účtovnej perspektívy ide o rozdiel NOPAT a priemerných nákladov kapitálu, teda vzorec je nasledovný:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

NOPAT = EBIT * (1 – t), kde t = sadzba dane z príjmov

C = vlastný kapitál (cenou je dividenda) + cudzie zdroje (cenou je úrok)

$$WACC = r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C$$

r_d = náklady na cudzí kapitál (úroková miera) = úroky/úročený cudzí kapitál

D = úročený cudzí kapitál

E = vlastný kapitál (vlastné imanie)

r_e = náklady na vlastný kapitál – štandardne sa používa **model CAPM** (Capital Asset Pricing Model) = $r_f + \beta * (r_m - r_f)$

r_f = bezrizikový výnos

β = systematické trhové riziko

$(r_m - r_f)$ = prémie za riziko.

Z finančnej perspektívy (Grant, 2003) je EVA definovaná tým, ako dokáže pridať firme na trhovej hodnote. V tomto kontexte hovoríme o MVA – market value added. MVA môže byť vyjadrená ako:

$$MVA = \text{hodnota podniku (cudzie zdroje + vlastné zdroje)} - \text{celkový kapitál (účtovná hodnota)}$$

$$\text{resp. } MVA = \text{súčasná hodnota budúcej EVA (diskontovaná EVA)}$$

Medzi novšie typy syntetických ukazovateľov orientované na maximalizáciu hodnoty podniku tiež patria (Helfert, 2001, Zalai, 2008):

- **Výnosnosť čistých aktív – RONA** (Return on net assets)

$$RONA = \frac{NOPAT}{NA}$$

- kde NOPAT = EBIT po zdanení (konštrukcia ako pri EVA)
- NA = čisté aktíva = dlhodobý nehmotný majetok + dlhodobý hmotný majetok + zásoby + pohľadávky voči odberateľom – záväzky voči dodávateľom;

- **Výnosnosť hrubých aktív – CROGA** (Cash return on gross assets)

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA}$$

- kde OATCF = prevádzkový cash flow po zdanení (Operating after Tax Cash flow)
- GA = hrubé aktíva = dlhodobý majetok v aktuálnych obstarávacích cenách + ČPK;

- **Cash flow výnosnosť investície – CFROI** (Cash flow return on investment)

$$\text{Statický CFROI} = \frac{\text{CF pred zdanením a úrokmi}}{(\varnothing \text{ dlhodobý majetok} + \text{ČPK})}$$

- ukazovateľ vypovedá o príleve peňažných prostriedkov z investície viazanej v danom období
- recipročná hodnota vypovedá o priemernej dobe návratnosti viazanej investície

- je robustnejší ukazovateľ ako rentabilita vyčíslená zo zisku, nie je príliš citlivý na bilančné opatrenia smerujúce k optimalizácii zisku z rozličných dôvodov.

1.7 Bankrotné a bonitné modely

Súčasný výsledok podniku sú zároveň východiskom finančnej analýzy „**ex ante**“, teda prognózovania budúcej prosperity resp. solventnosti alebo jej opaku. Metódy prognózovania finančnej situácie by mali umožniť zaradenie firmy do kategórie prosperujúcich či neprosperujúcich podnikov s primeranou spoľahlivosťou. Celková finančno-ekonomická výkonnosť a výsledky podniku musia byť reprezentované robustným, ideálne jednočíselným vyjadrením v podobe **diskriminátora**, ktorý predpokladá výber dobre rozlišujúcich ukazovateľov a znalosť metód umožňujúcich ich zhrnutie. Dobrú rozlišovaciu schopnosť majú ukazovatele, ktoré majú výrazne odlišnú hodnotu v prosperujúcich a neprosperujúcich podnikoch pričom tieto rozdiely sú v čase stabilné. Medzi metódy, ktoré slúžia na zhrnutie zvolených ukazovateľov do rozlišujúcej veličiny – diskriminanta, radíme nasledovné (Zalai, 2008):

- **metódy bodového hodnotenia** – hodnoty zvolených finančných ukazovateľov sa transformujú na body pomocou stupníc, ktoré sú určené expertnými metódami;
- **matematicko-štatistické metódy** – prednosťou je, že záver získané ich pomocou nie sú ovplyvnené subjektívnymi názormi, ale sú exaktné, pričom sem radíme:
 - jednorozmerná diskriminačná analýza,
 - dvojrozmerná diskriminačná analýza,
 - viacrozmerná diskriminačná analýza;
- **neurónové siete** – súhrnný pojem pre skupinu postupov z oblasti umelej inteligencie, niektoré sa dajú dobre použiť ako klasifikačné systémy, ich najväčšou prednosťou je schopnosť odhaliť nelineárne súvislosti v údajoch a schopnosť učiť sa, ide o nové vyvíjajúce sa metódy náročné na programové vybavenie a IT znalosti.

Pokiaľ ide o analýzu „**ex ante**“ a hodnotenie budúcej finančnej situácie podniku, významné úlohy zohrávajú tzv. bankrotné a bonitné modely. Využívajú vyššie uvedené

metódy či dokonca ich kombinácie a sú zostavené odborníkmi na základe údajov a výskumu z praxe.

Bankrotné modely poskytujú informáciu o tom, či podnik bude v blízkej budúcnosti čeliť bankrotu, sú založené na reálnych údajoch podnikov, ktoré v minulosti buď prosperovali, alebo zbankrotovali. Výhodou bankrotných modelov je reálnosť, nevýhodou je výrazná špecifickosť pre určitý druh podnikov. Vychádzajú z predpokladu, že v podniku už niekoľko rokov pred samotným bankrotom dochádza k anomáliám, ktoré obsahujú symptómy budúcich problémov, charakteristických práve pre ohrozené firmy. Tieto symptómy sa prejavujú v podobe rozdielnej úrovne, variability a dynamiky vývoja vybraných finančných ukazovateľov. (Šmejkal, 2021)

Bonitné modely sú diagnostické modely, ktoré zisťujú, či je podnik dobrý alebo zlý, dokážu ho ohodnotiť jedným syntetickým ukazovateľom sumarizujúcim vybrané ukazovatele najlepšie prispievajúce k jeho klasifikácii. V porovnaní s bankrotnými modelmi sú bonitné založené najmä na teoretických poznatkoch, sú závislé na veľkom množstve údajov o skúmanom segmente trhu. Na vytvorenie bonitných modelov je potrebné definovať rozsah a náplň ukazovateľov, reprezentatívny súbor porovnávaných podnikov a určiť adekvátnu analytickú metódu. Ich výhodou je možnosť stanovenia pozície podniku v rámci vybraného analyzovaného odvetvia popri jeho diagnostike. Podniky majú na výber primárne komparatívno-analytické a matematicko-štatistické metódy. (Šmejkal, 2021)

1.7.1 Významné bankrotné a bonitné modely

Na základe preštudovanej odbornej literatúry môžeme konštatovať, že domáci autori sa vo využívaní modelov zhodujú so zahraničím. V texte nižšie stručne opíšeme najznámejšie modely prognozovania finančnej situácie podnikov.

Tamariho rizikový index – je metóda bodového hodnotenia, ktorú vytvoril dlhoročný bankový úradník M. Tamari, ktorý dospel k záveru, že finančnú budúcnosť je možné predikovať na základe 6 ukazovateľov. Pri verifikácii použiteľnosti jeho postupu sa preukázala vysoká spoľahlivosť.

Tab. 1 Ukazovatele a prirad'ovanie bodov podľa Tamariho

Ukazovateľ	Interval hodnôt	Body
$a = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{cudzí kapitál}}$	$a > 0,5$	25
	$0,41 < a \leq 0,5$	20
	$0,31 < a \leq 0,4$	15
	$0,21 < a \leq 0,3$	10
	$0,11 < a \leq 0,2$	5
	$a \leq 0,1$	0
b = vývoj zisku, pričom:		
$b_1 = \text{čistý zisk}$		
$b_2 = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$		
ak je každý rok $b_1 > 0$ a rastúce b_2		25
každý rok $b_1 > 0$ ale rozkolísané b_2		20
každý rok $b_1 > 0$ ale klesajúce b_2 alebo $b_1 < 0$ len v 1- z piatich rokov		15
$b_1 < 0$ v niektorom inom ako v 1. z piatich rokov		10
$b_1 < 0$ v dvoch ale nie v posledných dvoch rokoch		5
$b_1 < 0$ vo viac ako 3 alebo v posledných 2 rokoch		0
$c = \frac{\text{pohotovosť prostriedky} + \text{ľahko realiz. aktíva}}{\text{krátkodobý cudzí kapitál}}$	$c > 2$	20
	$1,5 < c \leq 2$	15
	$1,1 < c \leq 1,5$	10
	$0,9 < c \leq 1,1$	5
	$c \leq 0,9$	0
$d = \frac{\text{vlastné náklady výroby}}{\text{priemerný stav polovýrobov a hotových výrobkov ocenených vo vlastných nákladoch}}$	$d \geq \text{HK}$	10
	$\text{MD} \leq d < \text{HK}$	6
	$\text{DK} \leq d < \text{MD}$	3
	$d < \text{DK}$	0
$e = \frac{\text{čisté tržby}}{\text{priemerný stav pohľadávok za odberateľmi}}$	$e \geq \text{HK}$	10
	$\text{MD} \leq e < \text{HK}$	6
	$\text{DK} \leq e < \text{MD}$	3
	$e < \text{DK}$	0
$f = \frac{\text{vlastné náklady}}{\text{čistý prevádzkový zisk}}$	$f \geq \text{HK}$	10
	$\text{MD} \leq f < \text{HK}$	6
	$\text{DK} \leq f < \text{MD}$	3
	$f < \text{DK}$	0
Maximálne dosiahnuteľný počet bodov		100
HK – horný kvartil		
MD – medián		
DK – dolný kvartil		
Vypočítaný z ukazovateľov všetkých podnikov porovnateľných z hľadiska odvetvia a veľkosti, ktoré boli zahrnuté do súboru porovnateľných podnikov.		

Zdroj: Zalai, 2008, s. 122

Rýchly test (Quick test) – často používaná metóda predikcie v západnej Európe. Rýchlo uskutočniteľná, keďže pracuje len so štyrmi pomerovými finančnými ukazovateľmi a prirad'uje im body podľa jednoduchej bodovej stupnice. (Zalai, 2008)

- finančná stabilita podniku
 - podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitáli = VK / CK
 - podiel $(CK - \text{likvidné prostriedky}) / \text{cash flow}$
- výkonnosť podniku
 - podiel cash flow na celkových výnosoch = CF / V
 - rentabilita celkového kapitálu = $(EAT + \text{úroky}) / CK$

Tab. 2 Stupnica hodnotenia pre Rýchly test

Ukazovateľ	Stupnica hodnotenia – body				
	veľmi dobrý	dobrý	stredný	zlý	ohrozený insolventnosťou
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Podiel vlastného kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
Doba splácania dlhu v rokoch	< 3 r.	< 5 r.	< 12 r.	> 12 r.	> 30 r.
Podiel CF na výkonoch	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporná

Zdroj: Zalai, 2008, s. 123

Index bonity – používa sa často v nemecky hovoriacom ekonomickom priestore. Je to diskriminačná funkcia, do ktorej vyúsťuje tzv. zjednodušená metóda. Jej vzorec je nasledovný (Zalai, 2008):

$$B = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6$$

kde jednotlivé premenné reprezentujú vybrané ukazovatele v pomere k iným, konkrétne:

x_1 = cash flow / cudzí kapitál

x_2 = celkový kapitál / cudzí kapitál

x_3 = zisk pred zdanením (EBT) / celkový kapitál

x_4 = zisk pred zdanením (EBT) / celkové výkony (výnosy z výroby)

x_5 = zásoby / celkové aktíva

x_6 = celkové výkony (výnosy z výroby) / celkový kapitál

Platí, že čím väčšia je hodnota B, tým lepšia je prognóza analyzovaného podniku lepšia. Na presnejšie hodnotenie možno použiť stupnicu nižšie:

extrémne zlá	veľmi zlá	zlá	určité problémy	dobrá	veľmi dobrá	extrémne dobrá
-3	-2	-1	0	1	2	3

Altmanovo Z skóre – v štúdií zverejnenej v Research Journal of Finance and Accounting sa tejto metóde analýzy ex ante detailne venujú Ali a Abbas (2015) a prinášajú pohľad na 3 modely predikcie bankrotu, ktoré v priebehu svojej kariéry vytvoril Edward Altman. Prvé Z-skóre bolo počítané na základe rovnice:

$$Z_1 = 1,21x_1 + 1,41x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 0,999x_5$$

ktorá pozostávala z kombinácie tradičných finančných ukazovateľov a diskriminačnej analýzy. Podľa Altmana tento model dobre reprezentoval široké spektrum spoločností z oblasti výroby i služieb. Jednotlivé premenné x reprezentujú nasledovné ukazovatele:

x_1 = čistý pracovný kapitál / celkový majetok

x_2 = nerozdelený zisk / celkový majetok

x_3 = EBIT / celkový majetok

x_4 = trhovú hodnotu vlastného kapitálu / účtovná hodnota cudzieho kapitálu

x_5 = tržby / celkový majetok

a výsledné skóre môže byť vyhodnotené podľa škály:

- neúspešné spoločnosti s nízkou výkonnosťou, ak $Z \leq 1,8$
- spoločnosti v „strednej“ výkonnosti, ktorých osud je neistý, ak $2,99 \geq Z > 1,8$
- spoločnosti, ktoré určite budú v blízkej budúcnosti prosperovať, ak $Z \geq 3,0$

Modifikácia, resp. druhá verzia Altmanovej metódy má upravené koeficienty, najmä koeficient pred x_4 , keďže nie každá spoločnosť vlastní akcie resp. je obchodovaná na burze, a zároveň premenná x_4 = účtovná hodnota VK / účtovná hodnota CK. Tento model bol presnejší ako prvé Z-skóre, dokázal korektne klasifikovať 96,2% bankrotujúcich a 89,7% nebankrotujúcich spoločností rok pred krachom:

$$Z_2 = 0,717x_1 + 0,84x_2 + 3,107x_3 + 0,42x_4 + 0,998x_5$$

Výsledné zhodnotenie má upravené rozsahy, kde:

- spoločnosti sa darí dobre, ak $Z > 2,9$
- spoločnosť smeruje ku krachu, ak $Z < 1,23$
- spoločnosť je v tzv. sivej zóne a predikcia je nejasná, ak $2,9 \geq Z \geq 1,23$

Tretia verzia Altmanovej funkcie dokázala presne určiť 90,9% krachujúcich a 97% nekrachujúcich podnikov rok pred bankrotom. Z funkcie bolo odstránené x_5 , keďže podľa Altmana nereprezentovalo rozdiel medzi upadajúcim a neupadajúcim podnikom a nezohľadňovalo ani rozdiely v odvetviach. V x_4 dávame znovu do pomeru trhovú hodnotu VK / účtovnú hodnotu CK.

$$Z_3 = 6,56x_1 + 3,26x_2 + 6,72x_3 + 1,05x_4$$

Výsledok radí podnik do týchto kategórií:

- krachujúca spoločnosť, ak $Z \leq 1,10$
- neurčitá budúcnosť spoločnosti, ak $2,60 \geq Z > 1,10$
- stabilné, nekrachujúce spoločnosti, ak $Z > 2,60$

2 Cieľ práce

Každá účtovná jednotka, či už ide o drobný podnik alebo veľkú korporáciu, sa snaží maximalizovať zisk a v podmienkach rozvinutého kapitálového trhu tiež maximalizovať svoju trhovú hodnotu, ktorá signalizuje silné postavenie, láka investorov, odberateľov a umožňuje nadviazanie výhodných vzťahov s dodávateľmi. Pre identifikáciu možností maximalizácie či už zisku alebo trhovej hodnoty je potrebné dokonale poznať finančnú situáciu podniku. Preto sa v našej práci venujeme práve finančnej analýze, ktorú aplikujeme na konkrétny podnik pre lepšiu ilustráciu jej významu.

Cieľom tejto diplomovej práce je zhodnotiť finančnú situáciu konkrétnej spoločnosti a navrhnúť možnosti vedúce k jej zlepšeniu. Analýza finančnej situácie bola vykonaná tak na základe elementárnych metód, ktorými je analýza absolútnych, pomerových a rozdielových ukazovateľov, ako aj na základe analýzy bankrotných a bonitných metód. Skúmali sme aj celkovú výkonnosť podniku. Analýzu sme vypracovali na základe reálnych údajov, ktoré sme čerpali z účtovných výkazov danej spoločnosti, primárne zo súvahy a výkazu ziskov a strát a tiež z výkazu peňažných tokov, využili sme i nefinančné informácie o spoločnosti.

S ohľadom na hlavný cieľ práce sú odvodené nasledovné parciálne ciele:

- na základe domácej ako aj zahraničnej literatúry priblíženie súčasného stavu riešenej problematiky;
- analýza finančnej situácie vybranej spoločnosti;
- navrhnutie možností vedúcich k zlepšeniu finančnej situácie analyzovaného podniku.

3 Metodika práce a metody skúmania

V tejto kapitole sa budeme venovať metodike práce a metódam skúmania. Poukazujeme ako na metódy použité pri spracovaní tejto práce, tak aj na všeobecne využívané metodiky a metódy používané pri analýze finančnej situácie podnikov. Na základe teoretických vedomostí potom vybrané metódy využívame v jednotlivých častiach práce.

3.1 Objekt skúmania

Pre účely prípravy a spracovania výsledkov práce sme si na analýzu finančnej situácie vybrali spoločnosť Západoslovenská distribučná, a.s. (ZSDIS) vzhľadom na to, že je to všeobecne známy podnik s dlhoročným pôsobením a značným významom na Slovenskom trhu. ZSDIS je 100 % dcérskou spoločnosťou Západoslovenskej energetiky, a.s., čo ju robí priamou súčasťou nadnárodného nemeckého energetického koncernu E.ON so sídlom v Essene. Spoločnosť je najväčší distribútor elektrickej energie na Slovensku, má viac než 95 ročnú históriu, je držiteľom povolenia na podnikanie v energetike v rozsahu „distribúcia elektriny“, zodpovedá za prevádzku distribučnej sústavy a podlieha pravidlám regulácie v zmysle príslušnej legislatívy. Od 1. júla 2007 zabezpečuje na našom trhu distribúciu elektriny ako samostatný právny subjekt na základe požiadaviek európskej a slovenskej legislatívy súvisiacej s liberalizáciou energetického trhu; do 1. januára 2013 ešte ako ZSE Distribúcia, a.s. Bezpečná a spoľahlivá distribúcia elektriny v snahe zlepšovať kvalitu života obyvateľov západného Slovenska je poslaním spoločnosti ZSDIS. Z tohto dôvodu spoločnosť realizuje významné investície do obnovy a rozvoja distribučných zariadení a rozvoja elektronických služieb pre zákazníkov. (ZSDIS, 2021)

Základné atribúty spoločnosti ZSDIS podľa jej Výročnej správy za rok 2019:

- Obchodný názov: Západoslovenská distribučná, a. s.
- IČO: 36 361 518
- DIČ: 2022189048
- IČ DPH: SK2022189048
- Sídlo: Čulenova 6, 816 47 Bratislava
- SK NACE: 35130 Rozvod elektriny

- Počet zamestnancov – priemer r. 2019: 1 466,6
- Tržby z hlavnej činnosti – r. 2019: 490 074 000 EUR
- Základné imanie splatené v plnej výške: 33 227 119 EUR

Súčasná obchodná forma analyzovanej spoločnosti Západoslovenská distribučná, a.s., (ďalej ako ZDIS), IČO: 36 361 518, so sídlom Čulenova 6, 816 47 Bratislava, bola založená dňa 20. apríla 2006 a zapísaná do Obchodného registra dňa 20. mája 2006. Spoločnosť je zaregistrovaná v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I, oddiel: Sa, vložka č.: 3879/B. Spoločnosť bola založená zakladateľskou listinou dňa 20. apríla 2006, spísanou formou notárskej zápisnice N 137/2006, Nz 15077/2006 v zmysle príslušných ustanovení Zákona č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník. Spoločnosť bola založená za účelom splnenia zákonnej požiadavky na odčlenenie distribúcie elektriny od ostatných obchodných aktivít spoločností poskytujúcich integrované služby v oblasti elektrickej energie ustanovených smernicou Európskej únie č. 2003/54/ES o spoločných pravidlách pre vnútorný trh s elektrickou energiou, ktorá bola transponovaná do slovenského právneho poriadku prostredníctvom zákona č. 656/2004 Z. z. o energetike a o zmene niektorých zákonov. Uvedený zákon o energetike ustanovil dátum 1. júla 2007 ako najneskorší dátum na vykonanie oddelenia prevádzkovania distribučnej sústavy. Spoločnosť Západoslovenská energetika, a.s. vyčlenila časť podniku, ktorá vykonávala kľúčové distribučné činnosti a vložila ju do spoločnosti Západoslovenská distribučná, a.s.

3.2 Metódy práce a metodika

V prvej časti práce je základnou využívanou metodikou literárna rešerš, čím sme overili dostupnosť a dostatok zdrojov. Taktiež sme využili komparáciu medzi domácou a zahraničnou literatúrou na poskytnutie objektívneho prehľadu o stave skúmanej problematiky. Zdroje použité v tejto práci sú korektne použité v texte a všetky sú uvedené v zozname literatúry a zdrojov na konci práce. Získali sme ich štandardnou výpožičkou z knižníc, niektoré odborné publikácie boli zakúpené za účelom napísania tejto práce, niekoľko publikácií bolo dostupných prostredníctvom internetu. Vstupné údaje pre analytickú časť práce boli verejne dostupné na webových stránkach spoločnosti ZDIS, čerpáme najmä z výkazov účtovnej závierky.

Analytická časť využíva najmä technickú analýzu, sú použité základné matematické a štatistické metódy na kvantitatívne spracovanie údajov a výsledky sú

následne kvalitatívne posúdené s ohľadom na štandardy podľa odborných zdrojov. Pri tvorbe ukazovateľov a ich sústav na základe výkazov účtovnej závierky pracujeme primárne s elementárnymi metódami. Pri pyramidálnych rozkladoch používame metódu reťazového dosadzovania, logaritmicú a funkcionálnu metódu. Návrhová časť je založená na syntéze a dedukcii, aby sme vhodne sumarizovali zistenia a vyvodili závery.

3.3 Postup práce

Prvým krokom boli teoretické aspekty finančnej analýzy. Čerpali sme z domácej i zahraničnej literatúry aby sme poskytli čo najobjektívnejší pohľad na danú problematiku. Popisujeme podstatu finančnej analýz a jej ciele, približujeme používateľov finančnej analýzy a zdroje údajov. Podrobne sa venujeme jednotlivým skupinám finančných ukazovateľov, a to absolútnym, rozdielovým a pomerovým. Poukazujeme aj na ich využitie v sústavách ukazovateľov a ich vplyvu pri analýze a hodnotení výkonnosti podniku a úrovni transformačného procesu. Podrobne popisujeme vybrané bankrotné a bonitné modely finančnej analýzy nevyhnutné k predikcii vývoja finančnej situácie.

Druhým krokom je definovanie samotného cieľa práce a parciálnych cieľov. Tretí krok je popísaný v tejto časti, teda vymedzenie aktivít a metód potrebných na dosiahnutie cieľov.

Štvrtým krokom je analýza konkrétnej spoločnosti. Sú v nej použité postupy uplatňované pri spracovaní finančnej analýzy vychádzajúce z teoretických poznatkov opísaných prvej časti práce. Parciálne výsledky práce sú usporiadané v súlade so štruktúrou prvej kapitoly pre zachovanie logických väzieb a prehľadnosti. Tieto výsledky sú interpretované prostredníctvom vybraných finančných ukazovateľov a komentárov s ohľadom na oblasť podnikateľskej činnosti vybranej spoločnosti.

Piatym a zároveň posledným krokom je predloženie návrhov a odporúčaní, ktoré sme vypracovali na základe konfrontácie teoretických poznatkov a výsledkov v analytickej časti práce. Pri porovnávaní sme vychádzali najmä referenčných hodnôt uvádzaných v odbornej literatúre a verejne dostupných informácií z danej podnikateľskej sféry.

4 Výsledky práce

Štvrtá časť našej diplomovej práce prináša prehľad výsledkov analýzy finančnej situácie spoločnosti ZDIS za roky 2017, 2018 a 2019. Postupnosť analýzy sme vykonali v súlade s teoretickou kapitolou, aby sme zachovali nadväznosť krokov. Hlavným zdrojom údajov a informácií boli výročné správy spoločnosti ZDIS za uvedené roky. Pri zostavovaní ukazovateľov a využívaní analytických postupov sme vychádzali z literatúry a zdrojov, ktoré sú uvedené zozname.

4.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

V úvode použijeme finančné výkazy spoločnosti ZDIS na horizontálnu a vertikálnu analýzu absolútnych ukazovateľov. Ide o prehľad jednotlivých bilančných, nákladových, výnosových a peňažných položiek, ktorý nám poskytuje základné informácie o financiách spoločnosti.

4.1.1 Horizontálna a vertikálna analýza súvahy

Prvým analyzovaným výkazom je súvaha. V rámci horizontálnej analýzy vidíme výrazný pokles zásob v r. 2018 a čiastočne aj v r. 2019, napriek tomu ide o hodnotu menšiu než 0,1% majetku. Spoločnosť drží v zásobách len najbežnejší materiál a náhradné diely k zariadeniam na distribúciu elektriny, ostatné je objednávané na základe špecifických požiadaviek. V ostatných krátkodobých aktívach ide o úplné preúčtovanie pohľadávok zo splatnej dane z príjmu v r. 2018 vs 2019. Peniaze a ich ekvivalenty sa v r. 2019 zvýšili o 24%, čo pripisujeme úhradám pohľadávok z obchodného styku vykazujúcim mierny nárast. Pohľadávky z obchodného styku sú tvorené distribučnými poplatkami týkajúcimi sa nevyfakturovanej elektriny, znížené o zálohové platby zákazníkov. Druhú časť, takmer 50% celkovej hodnoty krátkodobých pohľadávok tvoria pohľadávky z cash poolingu, pretože ZDIS má uzavretú dohodu o cash poolingu s materskou spoločnosťou, kde voľné peňažné prostriedky sú spravované matkou a v prípade potreby sú k dispozícii pre ZDIS.

Dlhodobý hmotný majetok síce narastá len o 3,6% v r. 2018 a o 2,4% v r. 2019, jeho absolútna hodnota je najvyššia zo všetkých položiek, tvorí viac než 85% celkového majetku. Ide najmä o distribučnú sieť, jej rozširovanie a úpravy, do účtovníctva vstupujú najmä prevody z nedokončených investícií a kapitalizované náklady na úvery a pôžičky. Ďalej sem patria budovy, stroje, vozidlá a iné. Dlhodobý nehmotný majetok narastá

medziročne o viac než 30%, ide o aktíva, ktoré ešte nie sú k dispozícii na používanie, napr. aktualizácie a zlepšenia funkcionality zákazníckeho a grafického informačného systému a softvéru vyvíjaného interne alebo externe v spolupráci s internými zamestnancami. Ostatné dlhodobé aktíva a ich prudký nárast súvisí so zmenou účtovania prenájmu dopravných prostriedkov, budov, pozemkov a energetických zariadení, ktoré boli do r. 2018 klasifikované ako finančný alebo operatívny lízing. Od januára 2019 sa lízingy vykazujú ako aktívum s právom na užívanie.

V r. 2018 a 2019 spoločnosť vykázala krátkodobé rezervy, ktoré v plnej výške predstavujú rezervy na súdne spory, dovtedy účtované priamo ako poníženie výnosov, v r. 2018 sa metodika zmenila. Záväzok zo splatnej dane z príjmu (ostatné krátkodobé pasíva) r. 2017 bol uhradený v r. 2018 čo spôsobilo 100% zmenu položky medziročne.

Krátkodobé záväzky z obchodného styku a ostatné záväzky tvoria v každom roku vyšší podiel na celkovom majetku než pohľadávky z obchodného styku a iné pohľadávky. Medzi r. 2017 a 2018 je výrazný 12,7% skok smerom nahor, ktorý súvisí s investíciami do distribučnej siete na strane aktív. Príspevky zákazníkov sú platené hlavne na investičné výdavky uskutočnené pre zákazníka. Príspevky a pripojovacie poplatky sú platené zákazníkmi a predstavujú záväzky spoločnosti čo sa týka pripojenia k elektrickej sieti. Príspevky a poplatky sú rozúčtované príslušne na krátkodobé a dlhodobé záväzky. Pod dlhodobými záväzkami r. 2019 nájdeme aj preúčtovaný finančný lízing z r. 2017 a 2018 a tiež zamestnanecké požitky. Takmer polovicu tvoria dlhodobé zmluvné záväzky z pripojovacích poplatkov. Medzi ostatnými záväzkami nájdeme tie voči zamestnancom, sociálne odvody, prijaté preddavky, daň z pridanej hodnoty a iné.

Pri krátkodobých aj dlhodobých úveroch a pôžičkách ide výhradne zdroje od Západoslovenskej energetiky, a. s. na ďalší rozvoj spoločnosti. Úročenie je vo výške 2% pre 10-ročné pôžičky a 4,14% pre 5-ročné pôžičky. Krátkodobá pôžička v sume 315 mil. EUR s úrokom 3,04% bola splatná k 1.10.2018 a súčasne bola v tomto roku načerpaná dlhodobá pôžička tiež v sume 315 mil. EUR.

Ostatné pasíva dlhodobého charakteru obsahujú záväzky z odloženej dane z príjmov. Základné imanie ostáva bez zmien. Zákonný rezervný fond je každoročne navýšený. Výsledok hospodárenia minulých rokov, ktorý je základom pre vyplácanie dividend, presahuje kontinuálne 7% objemu celkového majetku.

Tab. 3 Analýza súvahy spoločnosti ZSDIS

SÚVAHA (skrátene)	2017 tis EUR	2018 tis EUR	2019 tis EUR	Horizontálna analýza			Vertikálna analýza v % z majetku		
				2017 - 2018		2018 - 2019	2017	2018	2019
AKTÍVA	1 080 859	1 119 660	1 224 986	38 801	3,6%	105 326	100,0%	100,0%	100,0%
Obežný majetok	90 485	91 556	92 132	1 071	1,2%	576	8,4%	8,2%	7,5%
Peniaze a peňažné ekvivalenty (Finančné účty)	3 719	3 877	4 813	158	4,2%	936	0,3%	0,3%	0,4%
Pohládavy z obchodného styku a iné pohľadávky	85 955	84 249	86 701	-1 706	-2,0%	2 452	8,0%	7,5%	7,1%
Zásoby	811	652	618	-159	-19,6%	-34	0,1%	0,1%	0,1%
Ostatné krátkodobé aktíva	0	2 778	0	2 778	N/A	-2 778	0,0%	0,2%	0,0%
Dlhodobý majetok	990 374	1 028 104	1 132 854	37 730	3,8%	104 750	91,6%	91,8%	92,5%
Dlhodobé pohľadávky	0	0	0	0	N/A	0	0,0%	0,0%	0,0%
Dlhodobý nehmotný majetok	7 204	9 768	12 868	2 564	35,6%	3 100	0,7%	0,9%	1,1%
Dlhodobý hmotný majetok	983 170	1 018 336	1 042 412	35 166	3,6%	24 076	91,0%	91,0%	85,1%
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	N/A	0	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatné aktíva dlhodobého charakteru	0	0	77 574	0	N/A	77 574	0,0%	0,0%	6,3%
PAŠIVA	1 080 859	1 119 660	1 224 986	38 801	3,6%	105 326	100,0%	100,0%	100,0%
Bežné záväzky	414 922	127 043	133 337	-287 879	-69,4%	6 294	38,4%	11,3%	10,9%
Krátkodobé rezervy	0	19 972	21 666	19 972	N/A	1 694	0,0%	1,8%	1,8%
Krátkodobé záväzky z obchodného styku a ostatné záväzky	90 644	102 196	102 950	11 552	12,7%	754	8,4%	9,1%	8,4%
Bežné bankové úvery a krátkodobé finančné výpomoci	319 833	4 875	8 534	-314 958	-98,5%	3 659	29,6%	0,4%	0,7%
Ostatné pasíva krátkodobého charakteru	4 445	0	187	-4 445	-100,0%	187	0,4%	0,0%	0,0%
Dlhodobé záväzky	487 928	807 124	885 308	319 196	65,4%	78 184	45,1%	72,1%	72,3%
Základné rezervy a ostatné dlhodobé rezervy	0	0	0	0	N/A	0	0,0%	0,0%	0,0%
Dlhodobé záväzky	86 365	91 439	165 485	5 074	5,9%	74 046	8,0%	8,2%	13,5%
Dlhodobé bankové úvery	315 000	630 000	630 000	315 000	100,0%	0	29,1%	56,3%	51,4%
Ostatné pasíva dlhodobého charakteru	86 563	85 685	89 823	-878	-1,0%	4 138	8,0%	7,7%	7,3%
Vlastné imanie	178 009	185 493	206 341	7 484	4,2%	20 848	16,5%	16,6%	16,8%
Základné imanie	33 227	33 227	33 227	0	0,0%	0	3,1%	3,0%	2,7%
Kapitálové fondy	0	0	0	0	N/A	0	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy zo zisku	64 598	71 052	77 558	6 454	10,0%	6 506	6,0%	6,3%	6,3%
Výsledok hospodárenia minulých rokov	80 184	81 214	95 556	1 030	1,3%	14 342	7,4%	7,3%	7,8%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa výkazov ZSDIS

4.1.2 Horizontálna a vertikálna analýza výkazu ziskov a strát

Prehľad o výnosových a nákladových položkách podniku nám poskytuje výkaz ziskov a strát. Na základe horizontálnej analýzy sa o prevádzkovej činnosti dozvedáme, že výnosy r. 2019 oproti r. 2018 klesajú o 2,3%. Súčasne klesajú náklady o zhruba 7%, pričom bežné položky ako nákup elektrickej energie na krytie strát, mzdové náklady, odpisy majetku sa držia na približne rovnakej úrovni. Viac než 50% pokles zaznamenáva časť ostatných prevádzkových nákladov kam patria ostatné opravy a údržba, IT služby, finančné služby, nájomné, poradenstvo, súdne spory, straty pri vyradení majetku a opravné položky k pohľadávkam a iné. Vývoj výnosov takmer kopíruje vývoj tržieb, do ktorých radíme primárne distribučné poplatky za elektrickú energiu, tržby za rezervovanú kapacitu a tržby za pripojovacie práce. Prevádzkové výnosy obsahujú okrem tržieb aj výnosy z operatívneho prenájmu, poskytovania informačných služieb, či zmluvné pokuty.

Značné výkyvy evidujeme u úrokových výnosov, avšak vertikálna analýza hovorí o zanedbateľnej položke, nižšej než 0,01% celkových nákladov či tržieb. Úrokové náklady majú medziročný pokles od r. 2017 o 4% a 5,7% a na celkových nákladoch resp. tržbách predstavujú položku do 5%. Ide predovšetkým o úroky z pôžičiek materskej spoločnosti.

Zisk pred zdanením je v r. 2017 a 2018 na približne rovnakej úrovni, prevádzkové výnosy a náklady sú v týchto rokoch tiež konzistentné s menej než 1% zmenami. Až 21,4% nárast EBT evidujeme v r. 2019, čo vzhľadom na mierne klesajúce prevádzkové i úrokové výnosy pripisujeme poklesu úrokových nákladov, ale hlavne ostatných prevádzkových nákladov, kde výrazný pokles bol u nájomného kvôli účtovnej reklasifikácii (10,190 tis EUR/0 EUR) a súdnych sporov (16,522 tis EUR/1,695 tis EUR).

Daň z príjmov v r. 2019 v súvislosti s vyššie uvedeným tiež medziročne narastá o 18,8%. Za jednotlivé roky predstavuje od 4,9 do 6,5% objemu celkových nákladov, resp. 4,3 až 5,4% objemu tržieb. Jej vyšší podiel spôsobuje nielen samotná sadzba dane 21% ale tiež zahrnutý osobitný odvod zo zisku regulovaných odvetví. Základ pre osobitný odvod sa počíta ako zisk pred zdanením*(výnosy z regulovaných činností/celkové výnosy), sadzba osobitného odvodu pre r. 2017 a 2018 bola 8,712%, pre r. 2019 a 2020 platí sadzba 6,54%, osobitný odvod je odpočítateľným nákladom pre účely aplikovania splatnej dane z príjmu.

Ostatné zisky resp. straty vytvára poistno-matematické precenenie záväzkov zo zamestnaneckých požitkov so stanovenou výškou splatných po ukončení zamestnania a súvisiaca odložená daň, pričom tieto nevstupujú do výsledku hospodárenia.

Tab. 4 Analýza Výkazu ziskov a strát spoločnosti ZSDIS

VÝKAZ ZISKOV A STRÁT (skrátový)	2017	2018	2019	Horizontálna analýza				Vertikálna analýza v % z nákladov			Vertikálna analýza v % z tržieb			
	tis EUR	tis EUR	tis EUR	2017 - 2018	2018 - 2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Výnosy z prevádzkovej činnosti	521 917	525 503	513 285	3 586	0,7%	-12 218	-2,3%	119,7%	119,9%	126,1%	103,9%	104,3%	104,7%	
Náklady na prevádzkovú činnosť	-414 727	-417 833	-388 050	-3 106	0,7%	29 783	-7,1%	95,2%	95,4%	95,3%	82,6%	83,0%	79,2%	
VH z prevádzkovej činnosti (EBIT)	107 190	107 670	125 235	480	0,4%	17 565	16,3%	24,6%	24,6%	30,8%	21,3%	21,4%	25,6%	
Finančné výnosy (úrokové výnosy)	26	28	23	2	7,7%	-5	-17,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Finančné náklady (úrokové náklady)	-21 129	-20 282	-19 126	847	-4,0%	1 156	-5,7%	4,8%	4,6%	4,7%	4,2%	4,0%	3,9%	
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	-21 103	-20 254	-19 103	849	-4,0%	1 151	-5,7%	4,8%	4,6%	4,7%	4,2%	4,0%	3,9%	
Zisk pred zdanením (EBT)	86 087	87 416	106 132	1 329	1,5%	18 716	21,4%	19,8%	20,0%	26,1%	17,1%	17,4%	21,7%	
Daň z príjmov	-21 542	-22 361	-26 564	-819	3,8%	-4 203	18,8%	4,9%	5,1%	6,5%	4,3%	4,4%	5,4%	
Zisk po zdanení (EAT)	64 545	65 055	79 568	510	0,8%	14 513	22,3%	14,8%	14,8%	19,5%	12,9%	12,9%	16,2%	
Ostatné zisky (nepreklasifikované do VH)	127	860	-1 463	733	577,2%	-2 323	-270,1%	0,0%	0,2%	0,4%	0,0%	0,2%	0,3%	
Celkové súhrnné zisky spolu za rok	64 672	65 915	78 105	1 243	1,9%	12 190	18,5%	14,8%	15,0%	19,2%	12,9%	13,1%	15,9%	
TRŽBY	502 185	503 706	490 074	1 521	0,3%	-13 632	-2,7%	115,2%	115,0%	120,4%	100,0%	100,0%	100,0%	
NÁKLADY CELKOM	-435 856	-438 115	-407 176	-2 259	0,5%	30 939	-7,1%	100,0%	100,0%	100,0%	86,8%	87,0%	83,1%	

Zdroj: vlastné spracovanie podľa výkazov ZSDIS

4.1.3 Horizontálna a vertikálna analýza výkazu peňažných tokov

Výkaz cash flow spoločnosti ZDIS je zostavený nepriamou metódou, ktorá je častokrát používaná v praxi. Najvýznamnejšia a zároveň prvá položka zisk pred zdanením zaznamenáva výraznú zmenu medzi r. 2018 a 2019, ktorú sme okomentovali vyššie pri analýze VZaS.

Odpisy v r. 2019 narastajú o 12,4% oproti r. 2018, čo je spôsobené najmä zmenami v účtovníctve a začatím odpisovania práv na užívanie majetku súvisiacich s dlhodobými prenájmi. Ostatné súčasti odpisov sa držia medziročne za posledné tri roky na zhruba rovnakej úrovni, najväčšiu časť tvoria odpisy dlhodobého hmotného majetku, ktoré tvoria približne 90% celkového objemu odpisov. Odpisy predstavujú významnú časť cash flow z prevádzkovej činnosti, v r. 2018 a 2019 je to takmer polovica. V r. 2017 to bolo až 62,2%.

Cash flow v položke zmeny v prevádzkovom kapitále sa menil veľmi dynamicky. V r. 2017 bol hlavným dôvodom peňažného odlivu cash pooling na úrovni materskej spoločnosti súvisiaci so vznikom pohľadávok voči matke. V r. 2018 pôsobí na peňažné toky kladne tvorba vysokej rezervy na potenciálne súdne spory. V r. 2019 je CF negatívne ovplyvnený ďalšími pohľadávkami z cash poolingu, výraznou zmenou v záväzkoch z obchodného styku a zmenou v záväzkoch z finančného prenájmu.

Ako sme už spomenuli, prijaté úroky tvoria nepatrnú časť ako vo výnosoch, tak aj z pohľadu CF. Naopak relatívne veľkou položkou sú zaplatené úroky, ktoré predstavujú v každom roku viac než 10% podiel na CF z prevádzkovej činnosti pri vertikálnej analýze. Pokles zaplatených úrokov v r. 2019 je zapríčinený splatením časti pôžičky v r. 2018. Zaplatená daň z príjmov je negatívnym peňažným tokom, zmeny sú spôsobené zúčtovaním preddavkov a splatnej dane z príjmu.

V rámci investičnej činnosti je podstatná časť peňazí využitá na nákup dlhodobého majetku, nevyhnutného na udržiavanie a expanziu hlavného predmetu podnikania a podporné činnosti. Peňažný odliv v ostatných investičných tokoch v r. 2018 bol spôsobený kúpou časti podniku od spoločnosti pod spoločnou kontrolou.

Spoločnosť každý rok vypláca dividendy, na výpočet ktorých je podkladom nerozdelený zisk. Výšku dividend a ich vyplatenie schvaľuje valné zhromaždenie. Čistá zmena v peňažných tokoch, resp. čistý CF spoločnosti je za analyzované obdobie kladný.

Tab. 5 Analýza Cash Flow spoločnosti ZSDIS 2017 – 2019

VÝKAZ PEŇAŽNÝCH TOKOV (skrátенý Cash Flow)	2017		2018		2019		Horizontálna analýza			Vertikálna analýza v % z prevádzkového CF		
	tis EUR		tis EUR		tis EUR		2017 - 2018		2018 - 2019		2017	
Zisk pred zdanením	86 087		87 416		106 132		1 329	1,5%	18 716	21,4%	78,3%	61,1%
Odpisy	68 332		67 422		75 810		-910	-1,3%	8 388	12,4%	62,2%	47,1%
Úroky	21 103		20 254		19 211		-849	-4,0%	-1 043	-5,1%	19,2%	14,1%
Ostatné nepenážné položky	51		-10		-24		-61	-119,6%	-14	140,0%	0,0%	0,0%
Zmeny v prevádzkovom kapitále	-16 849		18 997		-11 940		35 846	-212,7%	-30 937	-162,9%	-15,3%	13,3%
Peňažné toky z prevádzky pred úrokmi a daňou	158 724		194 079		189 189		35 355	22,3%	-4 890	-2,5%	144,5%	135,6%
Prijaté úroky	26		28		23		2	7,7%	-5	-17,9%	0,0%	0,0%
Zaplatené úroky	-21 054		-20 135		-15 467		919	-4,4%	4 668	-23,2%	-19,2%	-14,1%
Zaplatená daň z príjmov	-27 816		-30 801		-19 072		-2 985	10,7%	11 729	-38,1%	-25,3%	-21,5%
Peňažné toky z prevádzkovej činnosti netto	109 880		143 171		154 673		33 291	30,3%	11 502	8,0%	100,0%	100,0%
Nákup dlhodobého majetku	-51 561		-73 709		-87 167		-22 148	43,0%	-13 458	18,3%	-46,9%	-51,5%
Ostatné toky z investičnej činnosti	-1 155		-11 018		-1 364		-9 863	853,9%	9 654	-87,6%	-1,1%	-7,7%
Peňažné toky z investičnej činnosti netto	-52 716		-84 727		-88 531		-32 011	60,7%	-3 804	4,5%	-48,0%	-59,2%
Zaplatené dividendy	-55 294		-56 772		-57 257		-1 478	2,7%	-485	0,9%	-50,3%	-39,7%
Splátky lízingových záväzkov	0		-1 514		-7 949		-1 514	N/A	-6 435	425,0%	0,0%	-1,1%
Peňažné toky z finančnej činnosti netto	-55 294		-58 286		-65 206		-2 992	5,4%	-6 920	11,9%	-50,3%	-40,7%
Čistá zmena v peňažných tokoch (čistý CF)	1 870		158		936		-1 712	-91,6%	778	492,4%	1,7%	0,1%

Zdroj: vlastné spracovanie

4.2 Analýza rozdielových ukazovateľov

Pri analýze rozdielových ukazovateľov sa primárne sústreďíme na čistý pracovný kapitál (ČPK) a dodržiavanie zlatého bilančného pravidla. Zaujímá nás aj rozdielová likvidita pre čisté pohotové prostriedky a čistý peňažný majetok. Východiskom analýzy sú dáta zo súvahy ZSDIS.

4.2.1 Čistý pracovný kapitál a zlaté bilančné pravidlo

ČPK je možné vyčíslit' dvoma spôsobmi, ktoré uvádzame v tabuľke nižšie. V prvej verzii výpočtu odčítame krátkodobé záväzky od krátkodobého majetku. Druhý výpočet odčítava neobežné aktíva od súčtu dlhodobých záväzkov a vlastného imania.

Tab. 6 Čistý pracovný kapitál ZSDIS 2017 – 2019

ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	2017	2018	2019	Výpočet
Čistý pracovný kapitál	-324 437	-35 487	-41 205	krátkodobý majetok - krátkodobé záväzky
Čistý pracovný kapitál alt.	-324 437	-35 487	-41 205	(dlhodobé záväzky + vlastný kapitál) - neobežné aktíva

Zdroj: vlastné spracovanie

Počas všetkých troch sledovaných období je hodnota ČPK záporná. Najvyšší nekrytý dlh vykazuje spoločnosť v roku 2017, znižuje ho v roku 2018 splatením krátkodobej pôžičky od materskej spoločnosti čo má za následok výrazné zlepšenie situácie, aj keď všeobecne ostáva nepriaznivá. Krátkodobé rezervy na súdne spory a vyšší objem krátkodobých záväzkov z obchodného styku oproti pohľadávkam z obchodného styku ponechávajú ČPK v záporných číslach.

Zlaté bilančné pravidlo nie je dodržané, dlhodobý majetok je väčší ako dlhodobé záväzky, podnik je teda podkapitalizovaný. O ideálnom financovaní by sme mohli hovoriť, keby sa dlhodobý majetok rovnal dlhodobým záväzkom. Z pohľadu prevádzky podniku je želaný stav kladného ČPK, kedy by podnik mal optimalizovať resp. znížiť krátkodobé záväzky z obchodného styku a upraviť tvorbu krátkodobých rezerv. V súvislosti s ČPK je nutné ďalej analyzovať podrobne ukazovatele likvidity a o financovaní a štruktúre majetku nám sprostredkujú lepši obraz ukazovatele zadlženosti.

4.2.2 Rozdielová likvidita

Už samotná hodnota ČPK napovedá o voľnosti resp. viazanosti peňažných prostriedkov. Výška peňažných fondov a výpočet je uvedený v tabuľke 7.

Tab. 7 Rozdielová likvidita ZSDIS 2017 – 2019

ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	2017	2018	2019	Výpočet
Čisté pohotové prostriedky	-86 925	-98 319	-98 137	pohotové peňažné prostriedky - okamžité splatné záväzky
Čistý peňažný majetok	-325 248	-36 139	-41 823	obežné aktíva - zásoby - nelikvidné pohľadávky - krátkodobé pasíva

Zdroj: vlastné spracovanie

Čisté pohotové prostriedky (ČPP) sú v záporných číslach. Od peniazov a peňažných ekvivalentov sme odrátali krátkodobé záväzky z obchodného styku, nakoľko tie je nutné splatiť najrýchlejšie, spravidla do 90 dní. Nie je nezvyčajné, že tento ukazovateľ naberá zápornú hodnotu, keďže v praxi je bežné disponovať menším objemom na finančných účtoch než sú celkové krátkodobé záväzky.

Čistý peňažný majetok (ČPM) dostaneme odčítaním krátkodobých pasív, nelikvidných pohľadávok a zásob od obežných aktív. Podobne ako pri ČPK aj ČPM je v záporných číslach, keďže objem obežného majetku je značne menší než objem bežných záväzkov. Tu je dôležité spomenúť význam plánovania a riadenia peňažných tokov a likvidity, kedy kvalitné plánovanie môže zabezpečiť bezproblémové fungovanie podniku napriek na prvý pohľad nepriaznivým ukazovateľom. Tieto sú však statické, prevzaté z výkazov a reálna situácia v priebehu roka môže byť odlišná.

Na korektné vyjadrenie sa ku výške ČPK a výške peňažných fondov bude nevyhnutné získať výsledky pomerových ukazovateľov likvidity, zadlženosti a aktivity a tiež vziať do úvahy informácie z výkazu peňažných tokov a súvisiace poznámky.

4.3 Analýza pomerových ukazovateľov

V tejto časti prinášame prehľad najdôležitejších pomerových ukazovateľov podľa jednotlivých kategórií. Ukazovatele boli vypočítané na základe údajov z ročnej účtovnej závierky spoločnosti ZDIS za roky 2017, 2018 a 2019. Hodnoty ukazovateľov budú posúdené na základe komparácie s odbornou literatúrou, kde sú uvedené referenčné hodnoty niektorých ukazovateľov (napr. Zalai, 2008 a Kotulič, 2010) a dostupnými ukazovateľmi podobných podnikov alebo celého odvetvia z praxe. Údaje z praxe, s ktorými porovnávame naše výsledky, čerpáme z nasledovných zdrojov:

ECB – Európska Centrálna Banka je autorita, ktorá zbiera rozličné finančné a ekonomické informácie a zverejňuje ich pravidelne v rôznych publikáciách. Použili sme materiál z r. 2017 zaoberajúci sa finančnými ukazovateľmi skupín podnikov, ktoré nie sú verejne obchodované. (ECB, 2017)

Univerzita v Pireuse – Finančná analýza energetických spoločností, štúdia z r. 2019 (Leventakos, 2019), ktorá vychádza hlavne z údajov ECB a Eurostatu.

Statista – nemecký globálne pôsobiaci štatistický portál, ktorý zbiera nielen finančné informácie, je napojený na viac než 22 500 overených zdrojov a poskytuje informácie o finančných ukazovateľoch hlavne z Európy (Statista, 2021).

Ready Ratios – IFRS reportingový a analytický softvér, ktorý na svojom online portáli poskytuje štatistiky a ukazovatele 4 309 spoločností, pričom disponuje okrem iného údajmi veľkých korporácií aj špecificky z oblasti energetiky. (Ready Ratios, 2021)

BizStats – bezplatný online zdroj informácií, analýz a štatistík zo SME segmentu v USA. Portál patrí pod spoločnosť Bizminer, Pensylvánia, USA, ktorá patrí medzi lídrov v online data analýzach od r. 1998 a obsahuje dáta viac než 5 000 spoločností. (BizStats, 2021)

4.3.1 Ukazovatele likvidity

V tabuľke nižšie uvádzame prehľad ukazovateľov likvidity ZDIS za analyzované obdobie.

Tab. 8 Ukazovatele likvidity ZDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE LIKVIDITY	2017	2018	2019	Výpočet
Pohotovú likviditu	0,01	0,03	0,04	krátkodobý finančný majetok / krátkodobé záväzky
Bežná likvidita	0,22	0,69	0,69	(kr. finančný majetok + kr. pohľadávky) / krátkodobé záväzky
Celková likvidita	0,22	0,70	0,69	(kr. finančný majetok + kr. pohľadávky+zásoby) / kr. záväzky

Zdroj: vlastné spracovanie

Pohotovú likviditu je v r. 2017 pod referenčným minimom 0,2 ale situácia sa lepší v rokoch 2018 a 2019 kedy je zhruba v strede odporúčaných medzí. Keď ju porovnávame s trhom, zisťujeme, že európske podniky v rámci energetiky sa v rokoch 2008 – 2017 pohybujú na úrovni 0,11 – 0,19 a americké podniky v rokoch 2014 – 2019 majú likviditu 1. stupňa v rozmedzí 0,14 – 0,17. Napriek výrazne lepším ukazovateľom pohotovej likvidity u iných podnikov sa ZDIS okrem roku 2017 pohybuje v referenčných medziach.

Bežná likvidita ZDIS sa po roku 2017 dostáva na hodnotu 0,69, európske podniky sa pohybujú na úrovni 0,89 – 1,01 a americké podniky majú likviditu 2. stupňa v rozmedzí 0,62 – 0,78. Síce sa nachádzame pod teoretickou referenčnou minimálnou hodnotou, v praxi sme však iba mierne pod európskym priemerom a v porovnaní s USA sa sme na podobnej úrovni.

Celková likvidita je výrazne pod odporúčanými hodnotami. Situáciu zásadne neovplyvňuje pripočítanie zásob v čitateli, ktoré majú nízku hodnotu. Keď ZDIS porovnáme s trhom, zisťujeme, že európske podniky sa pohybovali na úrovni 0,98 – 1,14 a americké podniky mali likviditu 3. stupňa v rozmedzí 0,91 – 1,07 čo stále znamená výrazné zaostávanie ZDIS, ale nie až tak veľké ako oproti teoretickým odporúčaniam.

Na vývoj likvidity ZDIS pozitívne pôsobí jednoznačne splatenie krátkodobej pôžičky a tiež úhrada záväzku zo splatnej dane z príjmov v roku 2018. Pohotovú likviditu v r. 2019 zlepšuje aj 24,1% nárast finančných účtov, aj keď v absolútnej hodnote v porovnaní so záväzkami nejde o významný rozdiel.

4.3.2 Ukazovatele zadlženosti

V nasledujúcej tabuľke uvádzame prehľad ukazovateľov zadlženosti ZDIS za analyzované obdobie.

Tab. 9 Ukazovatele zadlženosti ZSDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE ZADLŽENOSTI	2017	2018	2019	Výpočet
Koeficient samofinancovania	0,16	0,17	0,17	vlastný kapitál / celkový kapitál
Koeficient zadlženosti	0,84	0,83	0,83	cudzie zdroje / celkový kapitál
Finančná páka	6,07	6,04	5,94	aktíva / vlastný kapitál
Finančná páka 2	5,07	5,04	4,94	cudzie zdroje / vlastný kapitál
Úrokové krytie	5,07	5,31	6,55	(EBT+úroky) / úroky
Platobná neschopnosť	1,05	1,21	1,19	krátkodobé záväzky / krátkodobé pohľadávky
Krytie dlhodobého majetku	0,67	0,97	0,96	dlhodobé zdroje / dlhodobý majetok
Cash flow zadlženie	14,21	14,42	14,01	(záväzky-likvidné prostriedky) / cash flow [pred dividendami]

Zdroj: vlastné spracovanie

Koeficient samofinancovania, čiže podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále hovorí, že 16% aktív v r. 2017 a 17% v rokoch 2018 a 2019 je pokrytých vlastnými zdrojmi.

Koeficient zadlženosti, tzv. „debt ratio“ osciluje okolo hodnoty 0,66 pre americké energetické spoločnosti v r. 2014 – 2019 a okolo hodnoty 0,76 pre európske energetikou sa zaoberajúce spoločnosti. V našom prípade je koeficient 0,84 v r. 2017 a 0,83 v rokoch 2018 a 2019. Pomer cudzích zdrojov na celkovom kapitáli je teda v priemere o viac než 10% vyšší ako je pre dané odvetvie bežné. Primeranosť je otázna, keďže cudzí kapitál z viac než 72% predstavuje kapitál materskej spoločnosti, ktorá v záujme zvyšovania ziskovosti a udržiavania postavenia na trhu poskytuje kapitál najmä na rozširovanie a údržbu distribučnej siete elektrickej energie.

Finančná páka vyjadrená podielom aktív a vlastného kapitálu má priemernú hodnotu koeficientu 6, pomer vlastného a cudzieho kapitálu je teda 1:5 a výsledok korešponduje s koeficientom samofinancovania.

Finančná páka kde cudzí kapitál je v pomere k vlastnému kapitálu má pre európske podniky obchodujúce s elektrinou v r. 2017 priemernú hodnotu 3,75. Najvyššiu hodnotu 4,51 dosahovala v r. 2008 a najnižší priemer bol 3,34 v r. 2013. V USA je pomer cudzích

zdrojov k vlastným výrazne nižší, pohybuje sa od 1,14 do 1,78 v rokoch 2014 – 2019, čo nadväzuje na odporúčanú referenčnú hodnotu do 0,7 v prípade trhovo rozvinutých krajín, medzi ktorými USA dominuje. Pomer cudzích a vlastných zdrojov ZDIS je v porovnaní s uvedeným veľmi vysoký, v priemere 5 čo značí o vysokej hranici nasadenia cudzieho kapitálu. Aj keď sme spomenuli, že ide primárne o kapitál materskej spoločnosti, bolo by vhodné preskúmať a zvážiť výhodnosť využívania týchto zdrojov, resp. ich výšku.

Najnižšie úrokové krytie mali americké firmy sledovaného odvetvia v r. 2015 a to 2,68 a najlepšiu hodnotu dosahovali v r. 2019 konkrétne 3,06. V Európe sa podnikové krytie úrokov hýbalo od 2,1 v r. 2013 po 3,4 v r. 2016. ZDIS má vysokú mieru úrokového krytia pohybujúcu sa v rozpätí od 5 do 6,5 z čoho vyplýva, že nemá problém splácať náklady cudzieho kapitálu vo forme úrokov a je relatívne vysoko nad bežnými hodnotami v danom podnikateľskom segmente.

Platobná neschopnosť má pre všetky tri roky hodnotu vyššiu ako 1, ide o primárnu platobnú neschopnosť podniku. Porovnávali sme záväzky a pohľadávky z obchodného styku, keďže tie sú pre prevádzku podniku najdôležitejšie a majú najkratšie lehoty splatnosti.

Krytie dlhodobého majetku podnik je výrazne pod hodnotou 1 v roku 2017 a zlepšenie nastáva v rokoch 2018 a 2019 kedy je tesne pod 1 a blíži sa k optimálnej hranici. Stále však platí, že podnik je podkapitalizovaný, čo sme konštatovali už pri analýze ČPK a zlatého bilančného pravidla.

Cash flow zadlženie vyrátané ako pomer záväzkov očistených o likvidné prostriedky ku cash flow pred výplatou dividend dosahuje hodnotu mierne cez 14 pre všetky 3 roky, t. j. splácanie dlhov pri súčasnom cash flow by trvalo 14 rokov. Za ideálnu hodnotu sa považuje doba splácania do 3 rokov, čo ale pri súčasnej zadlženosti ZDIS nie je možné.

V nadväznosti na zadlženosť je nevyhnutné preskúmať ukazovatele rentability, až potom bude možné korektne interpretovať výslednú situáciu v spoločnosti a primeranosť využívania cudzích zdrojov.

4.3.3 Ukazovatele aktivity

V tabuľke nižšie uvádzame prehľad ukazovateľov aktivity ZDIS za analyzované obdobie:

Tab. 10 Ukazovatele aktivity ZSDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE AKTIVITY	2017	2018	2019	Výpočet
Doba obratu zásob	0,59	0,47	0,46	(zásoby $\emptyset$ stav *365) / tržby
Doba inkasa krátkodobých pohľadávok	62,47	61,05	64,57	(pohľadávky $\emptyset$ stav *365) / tržby
Doba splácania záväzkov	75,91	85,14	92,29	(záväzky $\emptyset$ stav *365) / náklady
Doba obratu aktív	785,59	811,34	912,35	(aktíva $\emptyset$ stav *365) / tržby
Doba obratu vlastného kapitálu	129,38	134,41	153,68	(vlastný kapitál $\emptyset$ stav *365) / tržby
Obrat krátkodobých pohľadávok	5,84	5,98	5,65	tržby / pohľadávky $\emptyset$ stav
Obrat zásob	619,22	772,56	793,00	tržby / zásoby $\emptyset$ stav
Obrat aktív	0,46	0,45	0,40	tržby / aktíva $\emptyset$ stav

Zdroj: vlastné spracovanie

Vzhľadom na veľmi nízky stav zásob je doba obratu zásob v každom roku menej než 1 deň. Z tohto dôvodu je logicky vysoký obrat zásob, ktoré sa v tržbách obrátia viac než 600 resp. viac než 700-krát. U vybraných európskych podnikov trval priemerný obrat zásob 38,6 dňa v rokoch 2008 – 2017 a u amerických podnikov to bolo 25,5 dňa za roky 2014 – 2019.

Doba inkasa pohľadávok ZDIS je v priemere 62,7 dní a ich obrat v tržbách sa uskutoční v priemere 5,82-krát. U firiem z Európy s podobnou podnikateľskou činnosťou trvá inkaso pohľadávok v rokoch 2008 - 2017 v priemere 74,6 dní. Z tohto dôvodu si myslíme, že odberatelia ZDIS majú lepšiu platobnú disciplínu a konverzia pohľadávok na finančné účty je rýchlejšia ako u potenciálnej konkurencie na európskom trhu. Oproti americkým firmám z odvetvia, u ktorých priemerné inkaso v rokoch 2014 – 2019 trvá 43,2 dní však ZDIS zaostáva.

Splácanie záväzkov ZDIS sa zvyšuje zo 75 dní v r. 2017 na 85 dní v r. 2018 a 92 dní v r. 2019. Dôvodom je pokles nákladov na prevádzkovú činnosť, s ktorými záväzky v tomto prípade porovnávame. Európske spoločnosti z oblasti energií v rokoch 2008 –

2017 splácali záväzky v priemere za 106,6 dní, takže môžeme konštatovať, že platobná disciplína ZDIS je všeobecne lepšia ako u iných podobných spoločností.

Doba obratu aktív v dňoch je 785 v r. 2017 a predlžuje sa z dôvodu nárastu dlhodobého majetku na 811 dní v r. 2018 a 912 dní v r. 2019. Aktíva sa obrátia v tržbách za rok v priemere 0,44-krát. Na posúdenie obratu majetkových položiek potrebujeme analyzovať rentabilitu, nakoľko by nebolo možné objektívne sa vyjadriť, či napr. v prípade tržieb vs celkových aktív ide o relatívne nízke tržby alebo vysokú hodnotu aktív, i keď s ohľadom na druh podnikania a informácie, ktoré o spoločnosti máme vieme, že ZDIS disponuje vysokou hodnotou dlhodobého hmotného majetku, ktorého podstatnú časť tvoria zariadenia a siete nevyhnutné k uskutočňovaniu hlavnej podnikateľskej činnosti.

Doba obratu vlastného kapitálu ZDIS trvá v priemere 139 dní, z čoho vyplýva, že vlastný kapitál sa obráti v tržbách viac než 2-krát za rok. Či je tento ukazovateľ pozitívny, budeme vedieť zhodnotiť až keď analyzujeme rentabilitu vlastného kapitálu.

4.3.4 Ukazovatele rentability

V tabuľke nižšie uvádzame prehľad ukazovateľov rentability ZDIS za analyzované obdobie:

Tab. 11 Ukazovatele rentability ZSDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE RENTABILITY	2017	2018	2019	Výpočet
Rentabilita tržieb (ROS)	0,13	0,13	0,16	zisk / tržby
Rentabilita tržieb z CF (ROSCF)	0,22	0,28	0,32	cash flow z PČ / tržby
Rentabilita aktív (ROA)	0,06	0,06	0,06	zisk / aktíva
Rentabilita kapitálu (ROI)	0,08	0,08	0,08	(zisk + úroky) / celkový kapitál
Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)	0,36	0,35	0,39	zisk / vlastný kapitál

Zdroj: vlastné spracovanie

Rentabilita tržieb je v rokoch 2017 a 2018 pre ZDIS 13%, v roku 2019 mierne stúpa na 16% aj keď tržby čiastočne klesajú, ale výrazne klesajú ostatné prevádzkové náklady. Americké podniky zaoberajúce sa výrobou a distribúciou elektrickej energie dosahovali v r. 2015 ROS 10% a v r. 2014 – 2019 v priemere 12,7%. Z tohto by sme mohli odvodiť že rentabilita tržieb ZDIS je na relatívne dobrej úrovni. Na objektívnejšie

posúdenie sme zostavili pomer prevádzkového cash flow a tržieb, čím sme získali rentabilitu tržieb na základe CF. Dôvodom je, že európska štúdia obsahuje práve tento údaj za roky 2008 – 2017, pričom sa dozvedáme že prevádzkový CF k tržbám sa pohybuje od 9,9% v r. 2017 do 17,4% v r. 2010. Z uvedeného vyplýva, že ZDIS dosahuje nadpriemernú rentabilitu tržieb z prevádzkového CF, najvyššiu v r. 2019. Pozitívne hodnotíme aj fakt, že CF nie je ovplyvnený účtovnými operáciami a takto vyjadrená rentabilita môže byť veľmi zaujímavou informáciou pre akcionárov či potenciálnych investorov.

ROA podnikov zaoberajúcich sa elektrinou a energiami v USA malo najnižšiu hodnotu 2% v r. 2014 a 2015 a najvyššiu dosahovali spoločnosti v r. 2019 a to 2,7%. Európske podniky obchodujúce s elektrinou mali najnižšie priemerné ROA za posledné obdobie v r. 2016 a to -1,8% a naopak najvyššie 3,6% v roku 2017. Môžeme konštatovať, že rentabilita aktív spoločnosti ZDIS ktorá počas všetkých troch rokov dosahuje 6% je v porovnaní s konkurenciou veľmi dobrá a nadpriemerná.

Rentabilita celkového kapitálu dosahuje v každom sledovanom roku 8%. V podstate ide o rozšírenie výpovednej hodnoty ROA, kedy ROI zohľadňuje i efekt veriteľov. Do čitateľa pripočítavame úrok, ktorý je nákladom na cudzí kapitál, logicky tak vychádza hodnota ROI vyššia ako ROA, otázkou zostáva, či je táto hodnota adekvátna. Keďže pri ROA sme sa vyjadrili, že hodnota ukazovateľa je veľmi dobrá a presahuje priemer v odvetví, vychádzame z toho aj pri ROI a považujeme rentabilitu celkového kapitálu za primeranú.

ROE v každom roku dosahuje ZDIS nad 35% a je vysoko nad priemerom rentability vlastného kapitálu podnikov v energetickom sektore západnej Európy, ktorý bol v r. 2019 na úrovni 5,92% a v r. 2020 dosahoval priemer 8,39%. Je tiež nad celoeurópskym priemerom, kde v rokoch 2008 – 2017 energetika dosahovala ROE od -0,8% do 19%. Nadpriemerné je aj v porovnaní s podnikmi pôsobiacimi v sektore dopravy, komunikácií, elektriny a plynu v USA, kde mediánová hodnota rentability vlastného kapitálu v období 2014 – 2019 dosahovala od 4,1% do 8%.

4.3.5 Ukazovatele nákladovosti

Pre lepšie zhodnotenie rentability, ktorú sme analyzovali vyššie doplníme prehľad ukazovateľov nákladovosti ZDIS za analyzované obdobie a získame tak komplexnejší

pohľad na náročnosť vstupov do produkčného procesu podniku. V teoretickej časti sme sa venovali iba ukazovateľu nákladovosti pri rentabilite. Pridáme k nemu alternatívne verzie s pohľadom na významné nákladové kategórie.

Tab. 12 Ukazovatele nákladovosti ZSDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE NÁKLADOVOSTI	2017	2018	2019	Výpočet
Celková nákladovosť výnosov	0,84	0,83	0,79	náklady / výnosy
Osobná nákladovosť	0,08	0,10	0,11	osobné náklady / výnosy
Odpisová nákladovosť	0,13	0,13	0,13	odpisy / výnosy

Zdroj: vlastné spracovanie

Je zrejmé, že v prípade zdravých podnikových financií a podnikateľskej činnosti, pri ktorej je dosahovaný zisk, musí byť ktorýkoľvek ukazovateľ nákladovosti menší ako 1, ukazovatele jednotlivých nákladových kategórií sa môžu líšiť podľa povahy podnikania, ale ich koeficienty by mali byť výrazne nižšie ako 1. Tieto základné pravidlá sú u ZDIS zachované.

Ukazovateľ nákladovosti poskytuje informáciu o nákladoch vynaložených na dosiahnutie 1 eura výnosov, v tomto prípade je to v priemere 82 centov za sledované tri roky. V súvislosti s ukazovateľmi rentability, ktoré sme identifikovali ako nadpriemerné, považujeme celkovú nákladovosť za adekvátnu. Náklady na prevádzkovú činnosť majú isté špecifiká, prevádzka siete a nákupy elektrickej energie ktoré tvoria ich podstatnú časť sú regulované, tým pádom nevzniká možnosť priameho trhového vplyvu na ich zmenu.

Osobná nákladovosť, teda podiel mzdových nákladov na výnosoch má mierne rastúci trend. Dôvodom je pravidelné zvyšovanie miezd o 4% ročne na základe kolektívnej zmluvy a vplyv na nárast má aj zvýšenie podielu variabilnej zložky a mimoriadne odmeny udeľované zamestnancom na základe dosiahnutých výsledkov či dĺžky pracovného pomeru.

Odpisová nákladovosť zostáva počas analyzovaného obdobia na úrovni 13%. Neodpisujú sa pozemky a položky, ktoré ešte nie sú k dispozícii na užívanie. Odpisy ostatných položiek dlhodobého hmotného majetku sú vypočítané rovnomernou metódou, ktorou sa alokuje rozdiel medzi obstarávacou cenou a reziduálnou hodnotou počas očakávaných dôb životnosti.

4.3.6 Ukazovatele trhovej hodnoty

V tabuľke nižšie uvádzame prehľad ukazovateľov trhovej hodnoty ZDIS za analyzované obdobia. Je dôležité spomenúť, že spoločnosť nie je obchodovaná na burze a všetky kmeňové akcie sú v listinnej forme vedené na meno.

Tab. 13 Ukazovatele trhovej hodnoty ZSDIS 2017 – 2019

UKAZOVATELE TRHOVEJ HODNOTY	2017	2018	2019	Výpočet
Vzťah kurzu a zisku (P/E koeficient)	0,51	0,51	0,42	trhová cena akcie / zisk na akciu
Výnosnosť akcie (recipročné P/E)	1,94	1,96	2,39	zisk na akciu / trhová cena akcie
Price/Cash flow (P/CF)	0,58	0,58	0,57	trhová cena akcie / CF na akciu [pred výplatou dividend]
Price/Book Value (P/BV)	1,00	1,00	1,00	trhová cena akcie / účtovná hodnota ZI na akciu
Dividendový výnos	1,66	1,71	1,72	dividenda na akciu / trhová cena akcie
Výplata dividend	0,86	0,87	0,72	vyplatené dividendy / čistý zisk

Zdroj: vlastné spracovanie

Podľa vzťahu kurzu a zisku „Price/Earnings ratio“ za euro vykázaného zisku zaplatíme len 51 centov v rokoch 2017 a 2018 a v roku 2019 dokonca iba 42 centov. Takýto vzťah je snom mnohých investorov, úlohu nepochybne zohráva dominantné postavenie spoločnosti ZDIS v rámci distribúcie elektriny na území Slovenska a tiež významné postavenie materskej spoločnosti. Je zrejmé, že daný druh podnikania a celé odvetvie je z tohto dôvodu regulované. Pre porovnanie, podľa renomovaného portálu Yahoo!Finance (2020) P/E ratio mediánová hodnota pre bežne obchodované spoločnosti bola 22, t. j. investori zaplatili 22 dolárov za 1 dolár zisku. V nadväznosti na hodnoty P/E koeficientu je recipročne vyjadrená výnosnosť akcie určite zodpovedajúca resp. prevyšujúca súvisiace riziká.

Podľa odborníkov potrebujú investori poznať informáciu o pomere ceny akcie ku cash flow, ktorá je častokrát objektívnejšia než vzťah kurzu a zisku. V našom prípade porovnávame účtovnú hodnotu akcií s CF na akciu pred výplatou dividend. Tento koeficient potvrdzuje výhodnosť investovania materskej spoločnosti do ZDIS. „Platíme“ 58 centov za euro zisku v r. 2017 a 2018 a 57 centov za euro zisku v roku 2019. Je vidieť, že P/CF podáva objektívnejšiu výpoveď vo vzťahu na peňažné toky na rozdiel od vyššieho zisku spôsobeného znížením ostatných prevádzkových nákladov.

Keďže spoločnosť nie je verejne obchodovaná, je logické že koeficient Price / Book Value sa rovná 1 pre všetky tri roky a uvádzame ho len z dôvodu kompletnosti prehľadu.

Dividendový výnos je viac než uspokojivý, vzhľadom na to, že spoločnosť vypláca ako dividendu zhruba 1,7-násobok hodnoty akcie, a to v každom sledovanom roku. Pre doplnenie uvádzame aj percento výplaty dividend zo zisku, teda informáciu o tom, koľko investori dostanú reálne vyplatené z dividend. Americké spoločnosti v energetike a komunikáciách vyplácali v období 2014 – 2019 od 25% do 46% čistého zisku vo forme dividend, ZDIS vyplatila ako dividendy 86% čistého zisku v r. 2017, 87% v r. 2018 a 72% v r. 2019.

4.4 Analýza výkonnosti podniku

Pre účely analýzy transformačného procesu spoločnosti ZDIS sme vytvorili dva syntetické ukazovatele výkonnosti, pričom prvý patrí medzi tradičné, ziskovo orientované. Druhým bude ukazovateľ EVA patriaci medzi novšie, orientované na rast hodnoty podniku.

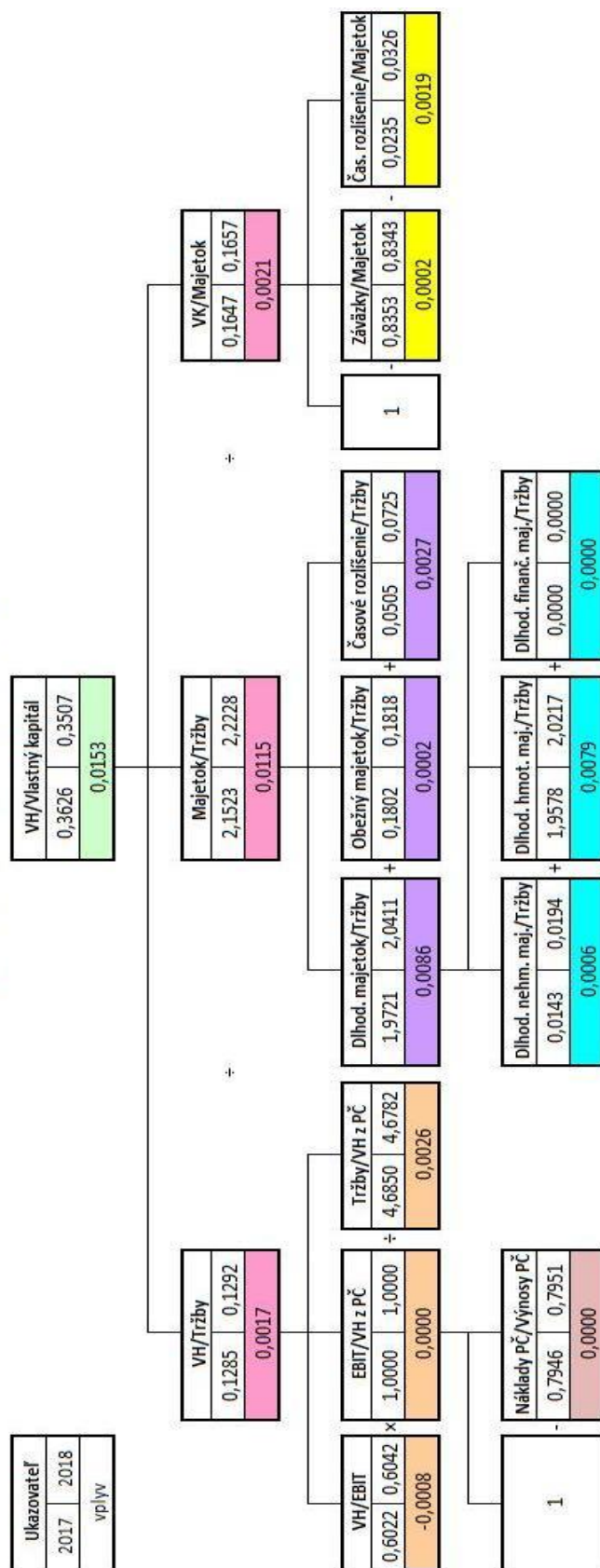
4.4.1 Pyramídálny rozklad ukazovateľa ROE

Situácia pri vyčíslení vplyvu zmien jednotlivých činiteľov pri multiplikatívnych väzbách je pomerne komplikovaná, ich absolútne rozdiely nie sú súmeriteľné (Zalai, 2008), teda: $\Delta X \neq \Delta a * \Delta b * \Delta c$

Pre rozdelenie resp. rozklúčovanie zmien X na jednotlivé činitele musíme využiť na to určené metódy. Využili sme nasledovné metódy, ktoré je možné použiť aj bez vyšších matematických znalostí či programového vybavenia: logaritmická metóda, metóda reťazovej substitúcie, funkcionálna metóda.

Na základe Du Pontovho rozkladu sme okrem kvantifikácie vplyvu koncových ukazovateľov na ROE spoločnosti ZDIS potvrdili, že ukazovateľ rentability vlastného kapitálu syntetizuje parciálne výsledky z rôznych častí ekonomiky podniku. Grafické znázornenie pyramídálneho rozkladu ROE období 2017 – 2018 je znázornené na nasledujúcom obrázku 8, detailné výpočty k tomuto rozkladu sú uvedené v tabuľke 14.

Pyramídálny rozklad ukazovateľa ROE 2017 - 2018



Obr. 8 Pyramídálny rozklad ROE 2017 – 2018

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Celkový vplyv koncových ukazovateľov na ROE v období 2017 – 2018 bol iba 1,11%. Už pri analýze pomerových ukazovateľov je možné vidieť, že medziročné zmeny prvej úrovne sú minimálne. Z horizontálnej a vertikálnej analýzy finančných výkazov badať, že tržby sa medziročne menia len o 0,3% a zisk po zdanení len o 0,8%. Ich spoločný vplyv na ROE je iba 0,26%. Výraznejšie sa mení úroveň dlhodobého majetku (3,6% nárast) ktorého pomer k tržbám má 0,86% vplyv na zmenu ROE, celkový majetok vs tržby má 1,15% vplyv na ROE.

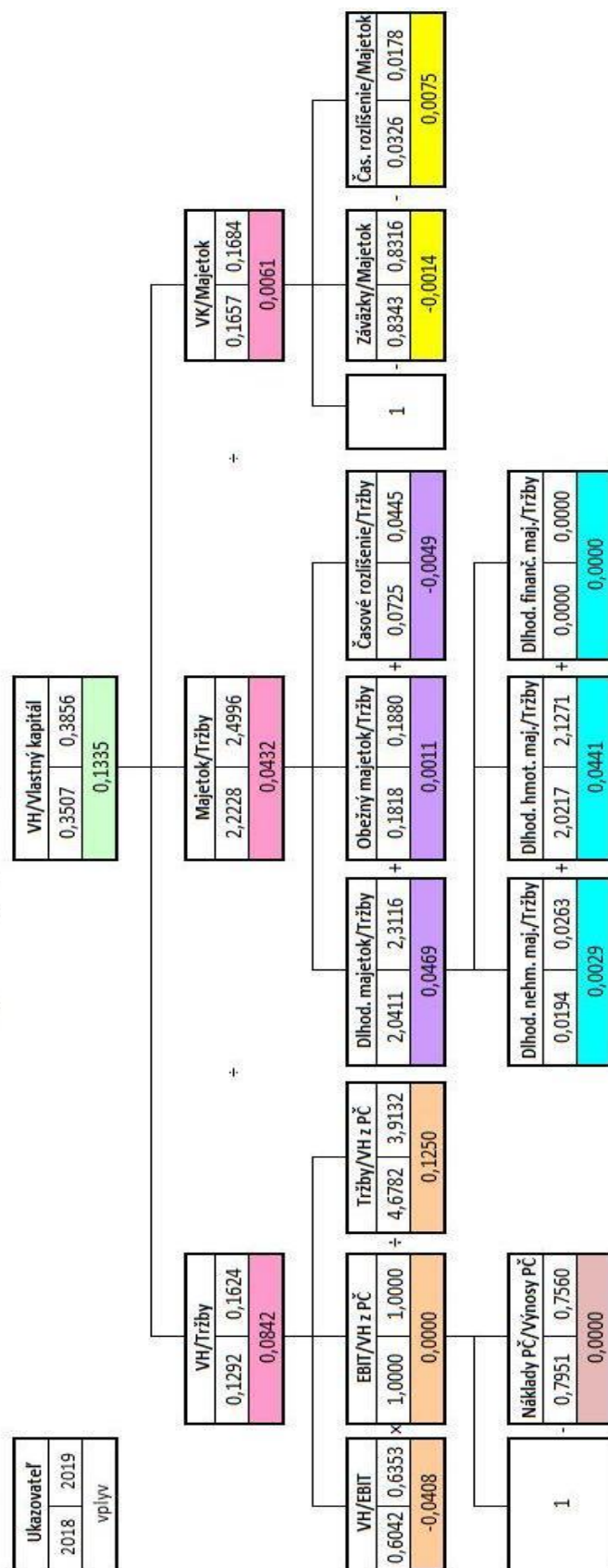
Tab. 14 Vplyv ukazovateľov na ROE ZSDIS 2017 – 2018

Celkový vplyv koncových ukazovateľov na ROE (2017 - 2018) = 1,11%											
Prvá úroveň											
Ukazovateľ	2017(ZO)	2018(BO)	BO-ZO	(BO-ZO)/ZO	ZO-BO)/BO	BO/ZO	LM	MRS	FM	%	
VH/Tržby	0,1285	0,1292	0,0006	0,0049	-0,0048	1,0049	0,0017	0,0018	0,0017	11,27%	
Majetok/Tržby	2,1523	2,2228	0,0705	0,0328	-0,0317	1,0328	0,0115	-0,3548	-0,0115	74,98%	
VK/Majetok	0,1647	0,1657	0,0010	0,0059	-0,0059	1,0059	0,0021	-0,0021	-0,0021	13,75%	
VH/Vlastný kapitál	0,3626	0,3507	-0,0119	-0,0328	0,0339	0,9672	0,0153	-0,3551	-0,0119	100,00%	
Druhá úroveň - prvá vetva											
Ukazovateľ	2017(ZO)	2018(BO)	BO-ZO	(BO-ZO)/ZO	ZO-BO)/BO	BO/ZO	LM	MRS	FM	%	vplyv na ROE
VH/EBIT	0,6022	0,6042	0,0021	0,0034	-0,0034	1,0034	0,0002	0,0004	0,0004	-48,91%	-0,08%
EBIT/VH z PČ	1,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00%	0,00%
Tržby/VH z PČ	4,6850	4,6782	-0,0068	-0,0014	0,0014	0,9986	-0,0005	0,0002	-0,0002	148,91%	0,26%
VH/Tržby	0,1285	0,1292	0,0006	0,0049	-0,0048	1,0049	-0,0003	0,0006	0,0003	100,00%	0,17%
Druhá úroveň - druhá vetva											
Ukazovateľ	BO/ZO	2018(BO)	2017(ZO)	BO-ZO	(BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%		ROE	
Dlhod. majetok/Tržby	1,0350	2,0411	1,9721	0,0689	0,0350		0,0689		74,50%		0,86%
Obežný majetok/Tržby	1,0088	0,1818	0,1802	0,0016	0,0088		0,0016		1,71%		0,02%
Časové rozlíšenie/Tržby	1,4359	0,0725	0,0505	0,0220	0,4359		0,0220		23,79%		0,27%
Majetok/Tržby	1,0328	2,2228	2,1523	0,0705	0,0328		0,0926		100,00%		1,15%
Druhá úroveň - tretia vetva											
Ukazovateľ	BO/ZO	2018(BO)	2017(ZO)	BO-ZO	(BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%		ROE	
100,00%	-	0,0000	0,0000	0,0000	-		0,0000		0,00%		0,00%
Závazky/Majetok	0,9988	0,8343	0,8353	-0,0010	-0,0012		0,0010		9,64%		0,02%
Čas. rozlíšenie/Majetok	-	0,0326	0,0235	0,0092	-		0,0092		90,36%		0,19%
VK/Majetok	1,0059	0,1657	0,1647	0,0010	-		0,0101		100,00%		0,21%
Tretia úroveň											
Ukazovateľ	BO/ZO	2018(BO)	2017(ZO)	BO-ZO	(BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%		ROE	
Dlhod. nehm. maj./Tržby	0,0000	0,0194	0,0143	0,0050	0,0000		0,0050		7,32%		0,06%
Dlhod. hmot. maj./Tržby	1,0326	2,0217	1,9578	0,0639			0,0639		92,68%		0,79%
Dlhod. finanč. maj./Tržby	-	0,0000	0,0000	0,0000			0,0000		0,00%		0,00%
Dlhod. majetok/Tržby	1,0350	2,0411	1,9721	0,0689	-		0,0689		100,00%		0,86%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Rentabilita vlastného kapitálu je relatívne vysoká, a udržiava sa na tejto úrovni s nevýrazným 1,11% vplyvom koncových ukazovateľov ROE v r. 2018 oproti r. 2017, čo stále hodnotíme veľmi pozitívne. Pre spoločnosti z energetického sektoru západnej Európy je podľa dátovej platformy Statista (2021) priemerné ROE pre roky 2019 a 2020 len niečo cez 8%, čiže ZDIS je výrazne nad priemerom.

Pyramídálny rozklad ukazovateľ a ROE 2018 - 2019



Obr. 9 Pyramídálny rozklad ROE 2018 – 2019

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Obrázok 4.2 na predchádzajúcej strane graficky znázorňuje pyramidálny rozklad ROE pre obdobie 2018 – 2019. Celkové zmeny pomerových ukazovateľov medziročne opäť nie sú v žiadnej podnikovej oblasti dramatické, avšak celkový vplyv koncových ukazovateľov je oproti obdobiu 2017 – 2018 výraznejší, konkrétne 12,12%. Detaily sú uvedené v tabuľke 15.

Tab. 15 Vplyv ukazovateľov na ROE ZSDIS 2018 – 2019

Celkový vplyv koncových ukazovateľov na ROE (2018 - 2019) = 12,12%										
Prvá úroveň										
Ukazovateľ	2018(ZO)	2019(BO)	BO-ZO	BO-ZO)/ZO	ZO-BO)/BO	BO/ZO	LM	MRS	FM	%
VH/Tržby	0,1292	0,1624	0,0332	0,2571	-0,2045	1,2571	0,0842	0,0902	0,0845	63,08%
Majetok/Tržby	2,2228	2,4996	0,2767	0,1245	-0,1107	1,1245	0,0432	-0,4301	-0,0434	32,35%
VK/Majetok	0,1657	0,1684	0,0028	0,0167	-0,0165	1,0167	0,0061	-0,0065	-0,0061	4,58%
VH/Vlastný kapitál	0,3507	0,3856	0,0349	0,0995	-0,0905	1,0995	0,1335	-0,3464	0,0349	100,00%
Druhá úroveň - prvá vetva										
Ukazovateľ	2018(ZO)	2019(BO)	BO-ZO	BO-ZO)/ZO	ZO-BO)/BO	BO/ZO	LM	MRS	FM	%
VH/EBIT	0,6042	0,6353	0,0311	0,0515	-0,0490	1,0515	0,0082	0,0067	0,0061	-48,49%
EBIT/VH z PČ	1,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00%
Tržby/VH z PČ	4,6782	3,9132	-0,7650	-0,1635	0,1955	0,8365	-0,0250	0,0265	-0,0217	148,49%
VH/Tržby	0,1292	0,1624	0,0332	0,2571	-0,2045	1,2571	-0,0169	0,0332	-0,0156	100,00%
Druhá úroveň - druhá vetva										
Ukazovateľ	BO/ZO	2019(BO)	2018(ZO)	BO-ZO	BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%	ROE	
Dlhod. majetok/Tržby	1,1325	2,3116	2,0411	0,2705	0,1325		0,2705	108,76%	4,69%	
Obežný majetok/Tržby	1,0343	0,1880	0,1818	0,0062	0,0343		0,0062	2,51%	0,11%	
Časové rozlíšenie/Tržby	0,6139	0,0445	0,0725	-0,0280	-0,3861		-0,0280	-11,26%	-0,49%	
Majetok/Tržby	1,1245	2,4996	2,2228	0,2767	0,1245		0,2487	100,00%	4,32%	
Druhá úroveň - tretia vetva										
Ukazovateľ	BO/ZO	2019(BO)	2018(ZO)	BO-ZO	BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%	ROE	
100,00%	-	0,0000	0,0000	0,0000	-		0,0000	0,00%	0,00%	
Závazky/Majetok	0,9967	0,8316	0,8343	-0,0028	-0,0033		0,0028	-23,04%	-0,14%	
Čas. rozlíšenie/Majetok	-	0,0178	0,0326	-0,0148	-		-0,0148	123,04%	0,75%	
VK/Majetok	1,0167	0,1684	0,1657	0,0028	-		-0,0120	100,00%	0,61%	
Tretia úroveň										
Ukazovateľ	BO/ZO	2019(BO)	2018(ZO)	BO-ZO	BO-ZO)/ZO	Aditívna väzba		%	ROE	
Dlhod. nehm. maj./Tržby	0,0000	0,0263	0,0194	0,0069	0,0000		0,0069	6,12%	0,29%	
Dlhod. hmot. maj./Tržby	1,0521	2,1271	2,0217	0,1054			0,1054	93,88%	4,41%	
Dlhod. finanč. maj./Tržb	-	0,0000	0,0000	0,0000			0,0000	0,00%	0,00%	
Dlhod. majetok/Tržby	1,1325	2,3116	2,0411	0,2705	-		0,1122	100,00%	4,69%	

vplyv na ROE	-4,08%	0,00%	12,50%	8,42%
--------------	--------	-------	--------	-------

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Rentabilita vlastného kapitálu narastá medziročne narastá, najväčší vplyv na ROE majú zmeny podielu VH na tržbách a to 8,42%, výraznejší vplyv na ROE 4,32% zaznamenávame aj pri zmenách pomeru majetku k tržbám. Úroveň ROE zostáva nadpriemerná.

4.4.2 Ekonomická pridaná hodnota

Pre výpočet hodnoty EVA sme v teoretickej časti definovali vzorec:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Na výpočet Ekonomickej pridanej hodnoty potrebujeme poznať ďalšie premenné, ktoré vypočítame na základe trhových údajov a informácií z účtovnej závierky. Pre výpočet priemerných nákladov kapitálu sme použili údaje a sadzby z materiálu „Návrh WACC na obdobie rokov 2018 – 2021“ vydaného Úradom pre reguláciu sieťových odvetví (ÚRSO, 2017).

Tab. 16 Ekonomická pridaná hodnota ZSDIS 2017 – 2019

EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA	2017	2018	2019
NOPAT = EBIT * (1-t)	84 680	85 059	98 936
EBIT	107 190	107 670	125 235
t (sadzba dane z príjmov 21%)	21,00%	21,00%	21,00%
C = vlastný kapitál + cudzie zdroje	1 080 859	1 119 660	1 224 986
vlastný kapitál	178 009	185 493	206 341
cudzie zdroje	902 850	934 167	1 018 645
WACC = $r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C$	2,38%	2,27%	2,09%
r_d = náklady na cudzí kapitál = úroky/úročený cudzí kapitál (priemer ÚRSVO = 3,37%)	5,26%	2,81%	2,40%
D = úročený cudzí kapitál	401 365	721 439	795 485
E = vlastný kapitál (vlastné imanie)	178 009	185 493	206 341
r_e = náklady na vlastný kapitál = CAPM = $r_f + \beta * (r_m - r_f)$ (priemer ÚRSVO = 8,25%)	5,07%	5,07%	5,07%
r_f = bezrizikový výnos (*ÚRSVO)	2,27%	2,27%	2,27%
β_{UNLEV} koeficient nevážená (*ÚRSVO)	0,54	0,54	0,54
$(r_m - r_f)$ = prémie za riziko	5,18%	5,18%	5,18%
EVA = NOPAT - C * WACC	58 968	59 637	73 370

Zdroj: vlastné spracovanie

Výslednú výkonnosť podniku hodnotíme veľmi pozitívne. EVA je väčšia ako 0 čo znamená, že výnos z kapitálu je väčší ako jeho cena a podnik svojim vlastníkom tvoril v skúmanom období hodnotu. Pre zaujímavosť spomenieme, že ekonomická pridaná hodnota je v každom pozorovanom roku vyššia než vyplatené dividendy. Dôležité je

upozorniť na potenciálne zmeny v úrokových sadzbách, kde aj pri negatívnom vývoji v budúcnosti je stále značný priestor a EVA by mala zostať vysoko nad nulou.

Dokonca aj pri teoretickom zapracovaní odvodu zo zisku regulovaných odvetví do sadzby dane z príjmov (t) a jej navýšení o 8,712% (pričom od r. 2019 odvod dokonca klesá) by EVA klesla v priemere o menej než 12,7% ročne a stále by dosahovala výborné hodnoty.

4.5 Analýza ex-ante

Je dôležité uvedomiť si, že finančné výkazy v sebe ukrývajú aj informácie o budúcom vývoji. Môžeme z nich čerpať nielen údaje pre analýzu ex post, ale tiež ex ante a predikovať budúci vývoj finančnej situácie v spoločnosti. Keďže existuje niekoľko modelov prognózovania finančnej situácie, je vhodné použiť kombináciu viacerých, nakoľko do nich vstupujú rôzne ukazovatele, logika zostavenia je odlišná a referenčné hodnoty sa líšia na základe použitých vzoriek podnikov pri zostavovaní modelov ich autormi. Nižšie prinášame konkrétne výsledky niekoľkých populárnych metód analýzy ex ante využívaných v praxi, ktoré sme aplikovali na spoločnosť ZDIS.

4.5.1 Rýchly test

V rýchlom teste je možné získať najmenej 1 bod za každý ukazovateľ (najlepšia hodnota) a najviac 5 bodov (najhoršia hodnota). Podľa celkového hodnotenia sa ZDIS pohybuje mierne za stredom resp. v strede škály, t. j. 12/12/10 bodov za jednotlivé roky z rozpätia ideálneho minima 4 bodov a najhoršieho maxima 20 bodov.

Tab. 17 Rýchly test ZSDIS 2017 – 2019

Ukazovateľ	Hodnoty			Body		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Koeficient samofinancovania	16,5%	16,6%	16,8%	3	3	3
Doba splácania dlhu z Cash Flow	14,21	14,42	14,01	4	4	4
FINANČNÁ STABILITA				7	7	7
Cash Flow v % z tržieb	11,4%	11,6%	13,5%	1	1	1
Rentabilita celkového kapitálu(ROI)	7,9%	7,6%	8,1%	4	4	3
VÝKONNOSŤ				5	5	4
CELKOVÉ HODNOTENIE				12	12	11

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Najmä finančná stabilita sťahuje hodnotenie negatívnym smerom, kde doba splácania dlhu z cash flow je oproti ideálnym 3 rokom až 14 rokov. Podiel vlastného kapitálu je nižší ako dobrý. Negatívny trend sme konštatovali v tomto ohľade aj pri pomerových ukazovateľoch. Na druhej strane pozitívne hodnotíme vzťah cash flow a tržieb, ktorý je veľmi dobrý, avšak z dôvodu vysokej zadlženosti hodnoty pre ROI posúvajú výkonnosť na priemernú úroveň.

Z týchto výsledkov by bolo náročné vyjadriť sa objektívne k finančnej budúcnosti spoločnosti, preto je nutné využiť ďalšie postupy analýzy ex ante.

4.5.2 Index bonity

Diskriminačná funkcia indexu bonity používa širšie spektrum ukazovateľov. Čím vyšší je index B, tým je prognóza finančnej situácie pre firmu lepšia. Táto metóda bola zvolená, pretože je často používaná v nemecky hovoriacom ekonomickom priestore Európy a spoločnosť je dcérou nemeckého koncernu E.ON.

Tab. 18 Index bonity ZSDIS 2017 – 2019

INDEX BONITY	2017	2018	2019
$x_1 = \text{cash flow} / \text{cudzí kapitál}$	0,15	0,14	0,15
$x_2 = \text{celkový kapitál} / \text{cudzí kapitál}$	1,20	1,20	1,20
$x_3 = \text{zisk pred zdanením} / \text{celkový kapitál}$	0,08	0,08	0,09
$x_4 = \text{zisk pred zdanením} / \text{celkové výkony [tržby]}$	0,17	0,17	0,22
$x_5 = \text{zásoby} / \text{celkové aktíva [nízky stav zásob]}$	0,00	0,00	0,00
$x_6 = \text{celkové výkony [tržby]} / \text{celkový kapitál}$	0,46	0,45	0,40
$B = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6$	2,02	2,00	2,30

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Zalai, 2008

Podľa hodnotiacej škály môžeme povedať, že index bonity pre ZDIS má veľmi dobré hodnoty, pre každé zo skúmaných období sa B pohybuje nad 2. Na základe indexu bonity môžeme konštatovať, že finančná budúcnosť ZDIS má veľmi dobré vyhliadky.

V kombinácii s rýchlym testom sa aj po zostavení indexu bonity stále pohybujeme na hrane vypovedacej schopnosti a určitosti prognóz. Preto využijeme dodatočnú tretiu metódu analýzy ex ante.

4.5.3 Altmanovo Z-skóre

Na základe ukazovateľov spoločnosti zostavených z finančných výkazov sme vyčíslili hodnoty všetkých troch modelov Z skóre pre každý analyzovaný rok.

Tab. 19 Altmanovo Z-skóre ZSDIS 2017 – 2019

ALTMANOVO Z-SKÓRE	2017	2018	2019
$x_1 = \text{ČPK} / \text{celkový majetok}$	-0,30	-0,03	-0,03
$x_2 = \text{nerozdelený zisk} / \text{celkový majetok}$	0,07	0,07	0,08
$x_3 = \text{EBIT} / \text{celkový majetok}$	0,10	0,10	0,10
$x_{4a} = \text{trhová hodnota vlastného kapitálu} / \text{účtovná hodnota cudzieho kapitálu}$	0,20	0,20	0,20
$x_{4b} = \text{účtovná hodnota vlastného kapitálu} / \text{účtovná hodnota cudzieho kapitálu}$	0,20	0,20	0,20
$x_5 = \text{tržby} / \text{celkový majetok}$	0,46	0,45	0,40
$Z_1 = 1,21x_1 + 1,41x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_{4a} + 0,999x_5$	0,65	0,95	0,93
$Z_2 = 0,717x_1 + 0,84x_2 + 3,107x_3 + 0,42x_{4b} + 0,998x_5$	0,70	0,87	0,84
$Z_3 = 6,56x_1 + 3,26x_2 + 6,72x_3 + 1,05x_{4a}$	-0,85	0,88	0,93

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Ali – Abbas, 2015

Vypočítané hodnoty z tabuľky 19 sú vyhodnotené podľa odbornej literatúry v tabuľke nižšie.

Tab. 20 Vyhodnotenie Z-skóre ZSDIS 2017 – 2019

	2017		2018		2019	
Z_1	0,65	nízka výkonnosť	0,95	nízka výkonnosť	0,93	nízka výkonnosť
Z_2	0,70	smerovanie ku krachu	0,87	smerovanie ku krachu	0,84	smerovanie ku krachu
Z_3	-0,85	krachujúca spoločnosť	0,88	krachujúca spoločnosť	0,93	krachujúca spoločnosť

Zdroj: vlastné spracovanie podľa Ali – Abbas, 2015

Ani jedna verzia Altmanovej formuly neprináša uspokojujúci výsledok, hodnoty sú vzdialené od hraničných a spadajú jednoznačne do vymedzených kategórií. Spoločnosť má podľa Z-skóre nízku výkonnosť resp. smeruje ku krachu. To čiastočne potvrdzuje indikácie prvého zostaveného modelu ex ante a súčasne vyvracia druhého.

Aby sme vedeli budúci vývoj spoločnosti odhadnúť lepšie, zrejme by bolo vhodné analyzovať aj predošlé obdobia a porovnať odhady finančných modelov s realitou, ktorá už nastala. Následne by bolo vhodné tieto informácie komparovať s výsledkami aktuálnej analýzy ex ante. Spoločnosť pôsobí v špecifickom odvetví, ktoré má svoje osobitné črty, ktoré sa prenášajú aj do finančnej štruktúry spoločnosti. Do úvahy je tiež potrebné vziať fakt, že ZDIS má dominantné postavenie v rámci distribúcie elektriny v krajine, je stabilnou spoločnosťou s dlhoročnou tradíciou a stojí za ňou silná skupina.

5 Návrhy a odporúčania

V záverečnej časti našej práce chceme zhrnúť výsledky finančnej analýzy spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s. a poskytnúť návrhy a odporúčania, ktoré by mohli viesť k zlepšeniu finančnej situácie. Postrehy ktoré v tejto časti prinášame vychádzajú z výsledkov realizovanej finančnej analýzy spoločnosti, ktoré sme predstavili v štvrtej kapitole.

5.1 Zhrnutie výsledkov

Výsledky finančnej analýzy spoločnosti ZDIS hodnotíme všeobecne pozitívne z nasledovných dôvodov:

- Spoločnosť každoročne generuje zisk
- Podnikateľská činnosť spoločnosti je veľmi rentabilná vo všetkých ohľadoch
- Ukazovatele trhovej hodnoty sú nadpriemerné
- Ekonomická pridaná hodnota je kladná
- Spoločnosť má dominantné postavenie na trhu
- Spoločnosť má dlhoročnú tradíciu a vďaka svojej ekonomickej výkonnosti sa stala členom nadnárodnej skupiny

Chceli by sme vyzdvihnúť nasledovné oblasti financií podniku, ktoré považujeme za veľmi dobré a súvisiace ukazovatele za nadpriemerné alebo minimálne spĺňajúce štandard v danom odvetví:

- **Investície** – z výkazov je viditeľná vysoká miera investičnej činnosti hlavne do dlhodobého majetku, ktorého účelom je udržiavanie a prípadná expanzia podnikateľskej činnosti v rámci distribučnej siete elektrickej energie. Investície tvoria zhruba 50% prevádzkového cash flow.
- **Čistý zisk** – podiel zisku po úrokoch a zdanení na tržbách je v rokoch 2017 a 2018 až 13% a v roku 2019 je to 16% čo je nadpriemerná hodnota oproti porovnávaným podnikom.

- **Úrokové krytie** je vysoké, spoločnosť generuje dostatok zisku na splatenie nákladov cudzieho kapitálu.
- **Doba inkasa pohľadávok** je kratšia než u porovnávaných spoločností, platobná disciplína odberateľov je dobrá.
- **Doba splatnosti záväzkov** je kratšia než u iných spoločností z daného odvetvia, platobná disciplína ZDIS je dobrá.
- **Rentabilita** podniku je vo všetkých ohľadoch nadpriemerná, či už ide o rentabilitu tržieb, aktív, vlastného alebo celkového kapitálu.
- Ukazovatele **trhovej hodnoty** sú nadpriemerné, **dividendový výnos** je vysoký a výborná je tiež **výška vyplatených dividend** zo zisku.
- **Ekonomická pridaná hodnota** EVA je kladná a relatívne vysoká napr. v pomere k vyplateným dividendám.
- **Výška dlhodobého majetku** je dôležitý faktor udržania a rozvoja podnikateľskej činnosti, vplyv dlhodobého majetku potvrdzuje aj pyramídálny rozklad ROE.
- **Rýchly test** potvrdzuje pomerne dobrú výkonnosť spoločnosti.
- **Index bonity** predpovedá veľmi dobrú finančnú situáciu do blízkej budúcnosti.

5.2 Návrhy a odporúčania pre analyzovanú spoločnosť

Z výsledkov našej analýzy sme identifikovali a chceme poukázať na oblasti financií podniku, ktoré považujeme za zaostávajúce oproti iným, resp. ukazovatele indikujú nižšiu finančnú výkonnosť než sú referenčné hodnoty či trhový priemer. Ide o tieto:

Štruktúra majetku a zlaté bilančné pravidlo – pri analýze súvahy a následne rozdielových ukazovateľov sme zistili, že podnik je podkapitalizovaný, čiže dlhodobý majetok prevyšuje dlhodobé zdroje krytia a časť dlhodobého majetku je krytá krátkodobými záväzkami. Zároveň ČPK vypovedá o nekrytom dlhu, krátkodobé záväzky sú vyššie ako obežný majetok. Vhodná situácia by bola, ak by mal podnik k dispozícii voľný ČPK. Optimálne financovanie by nastalo, ak by sa dlhodobý majetok rovnal dlhodobým zdrojom krytia.

Napriek tomu, že spoločnosť čiastočne upravila štruktúru zdrojov, kedy po splatení krátkodobej pôžičky od materskej spoločnosti načerpala ďalšiu pôžičku ako dlhodobú, situácia stále nie je ideálna. Za zváženie stojí dlhodobejšie a precíznejšie plánovanie investícií vs využívanie kapitálu materskej spoločnosti. Tiež sme identifikovali vysoké rezervy na súdne spory, kde je otázne koľko z nich sa realizuje a chýbajú nám presné údaje za minulé roky. Bolo by vhodné upraviť resp. znížiť tvorbu rezerv s ohľadom na potenciálne riziko dopadu dodatočných nákladov súdnych sporov.

Likvidita – či už hovoríme o štandardných pomerových ukazovateľoch, alebo rozdielových ukazovateľoch likvidity vo forme fondov, hodnoty sú podpriemerné. Likvidita 1. stupňa síce spadá do referenčných medzí, oproti iným podnikom v odvetví je ale podpriemerná. Aj keď doba inkasa pohľadávok je relatívne dobrá, navrhujeme spoločnosti monitorovať detailne platobnú disciplínu odberateľov, prípadne skrátiť lehoty splatnosti u niektorých klientských segmentov pokiaľ je to možné, aby finančné účty narastali dynamickejšie.

Je tu však otázka finančnej politiky matky, ktorá sťahuje voľné peňažné prostriedky na cash poolingové účty. Síce je možnosť čerpať ich späť, dôležité je dbať na správny odhad potrebného času na uskutočnenie transakcií v prípade, že by došlo ku krátkodobej platobnej neschopnosti z dôvodu vysokého objemu splatných krátkodobých záväzkov. Odporúčame venovať zvýšenú pozornosť cash manažmentu.

Zadlženosť – využitie finančnej páky prevyšuje bežnú prax v odvetví, ukazovatele rentability ale potvrdzujú účinnosť cudzieho kapitálu v podniku. Celkový kapitál prináša nadpriemerný výnos v rámci odvetvia. Odporúčame kontinuálne monitorovať efekt finančnej páky a analyzovať detailne rentabilitu pri zostavovaní finančných výkazov, aby podnik predišiel nadmernej zadlženosti, ktorá neprináša dodatočný pozitívny efekt. Úlohu zohráva aj stratégia na úrovni skupiny, kde nie sú známe detaily využitia voľných prostriedkov a investičné možnosti materskej spoločnosti na iných trhoch.

Prognóza finančného vývoja do budúcnosti – na minimalizáciu rizík alebo prípravu na ich možné dopady vhodne poslúžia metódy finančnej analýzy ex ante. Odporúčame spoločnosti využiť aj iné, sofistikovanejšie modely, ako sme použili v práci. Aj keď môžeme predpokladať, že spoločnosť bude minimálne v najbližších rokoch naďalej prosperovať, výsledky našej ex ante analýzy sú nejednoznačné. Rýchly test identifikoval síce dobrú výkonnosť, ale zhoršenú finančnú stabilitu. Index bonity naznačil dobré

vyhliadky. Altmanovo Z-skóre vo všetkých troch variantoch poukazuje na možné problémy, kde veľmi negatívny efekt má už spomínaná záporná hodnota ČPK. ZDIS má určite možnosti a prostriedky na využitie znalostne alebo softvérovo náročnejších metód napríklad formou špecializovanej poradenskej spoločnosti.

Keďže ukazovatele likvidity podniku považujeme za kľúčové a premieta sa do nich priamo aj štruktúra majetku a zdrojov krytia, chceli by sme znázorniť situáciu, kedy by spoločnosť optimalizovala obežný majetok a krátkodobé záväzky a zlepšila by tak všetky tri stupne likvidity a súčasne hodnotu ČPK. Vychádzame z obdobia 2018 – 2019, nakoľko v r. 2017 sa ešte neudiala významná zmena a to splatenie krátkodobej pôžičky od materskej spoločnosti v sume 315 000 tis EUR.

Pre zlepšenie situácie upravíme nasledovné:

- Presun 20% objemu cash poolingových pohľadávok na finančné účty – stiahnuť finančné prostriedky späť od materskej spoločnosti v záujme zachovania optimálnej úrovne likvidity (8,108 tis EUR z r. 2019 a 8,974 EUR z r. 2018);
- Zníženie tvorby krátkodobých rezerv o 50%, nakoľko z aktuálnych rezerv bolo za posledné dva roky zúčtovaných menej než 16% (3,450 tis EUR vs 21,666 tis EUR), rezervy vo výške 50% z pôvodnej hodnoty považujeme stále za dostatočné na krytie nečakaných rizík zo súdnych sporov;
- Optimalizácia krátkodobých záväzkov z obchodného styku o 10%.

Tab. 21 Optimalizácia likvidity 2018 – 2019

ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	2018	2019	2018 alt.	2018 Δ	2019 alt.	2019 Δ
Čistý pracovný kapitál (ČPK)	-35 487	-41 205	-15 282	57%	-20 077	51%
Čisté pohotové prostriedky (ČPP)	-98 319	-98 137	-79 126	20%	-79 734	19%
Čistý peňažný majetok (ČPM)	-36 139	-41 823	-15 934	56%	-20 695	51%
POMEROVÉ UKAZOVATELE	2018	2019	2018 alt.	2018 Δ	2019 alt.	2019 Δ
Pohotová likvidita	0,03	0,04	0,12	294%	0,12	219%
Bežná likvidita	0,69	0,69	0,82	19%	0,82	19%
Celková likvidita	0,70	0,69	0,83	19%	0,82	19%

Zdroj: vlastné spracovanie

Napriek tomu, že ČPK zostáva v záporných číslach, jeho viac než 50% zlepšenie vďaka úprave položiek je dobrým indikátorom optimalizácie, prioritne na strane záväzkov. Predpokladáme že 10% optimalizácia krátkodobých záväzkov je dosiahnuteľná v relatívne krátkom časovom horizonte a úprava krátkodobých rezerv je možná prakticky ihneď.

Na strane krátkodobého majetku by sa zásadná zmena udiala medzi pohľadávkami a finančnými účtami, celková výška sa nemení. ČPP sa vďaka tomu zlepšuje o zhruba 20% a alokácia finančných zdrojov z cash poolingových účtov matky do ZDIS by v prípade potreby mala byť otázkou niekoľkých dní prípadne týždňov. ČPM vďaka úprave krátkodobých záväzkov zlepšuje hodnoty podobne ako ČPK o viac než 50%.

Pomerové ukazovatele likvidity zaznamenávajú výrazné zmeny. Najviac sa zlepšuje vďaka navrhutej úprave finančných účtov likvidita 1. stupňa, ktorá sa dostáva vysoko nad úroveň hornej referenčnej hranice a je porovnateľná s ostatnými podnikmi v danom odvetví. Zlepšenie o 19% zaznamenáva bežná i celková likvidita, vzhľadom na nízku hodnotu zásob podniku sú medzi nimi minimálne rozdiely. Pozitívny vplyv má opäť optimalizácia tvorby rezerv a krátkodobých záväzkov z obchodného styku. Síce nedosahujeme referenčné teoretické hodnoty, pohybujeme sa však v priemere medzi európskymi a americkými spoločnosťami z oblasti energetiky.

Naše úvahy nezohľadňujú verejnosti neprístupné informácie, na základe ktorých spoločnosť mohla v minulosti alebo môže v budúcnosti rozhodovať a postupovať. Analyzovaná spoločnosť tiež z dôvodu monopolného postavenia na trhu a špecifickej podnikateľskej činnosti podlieha prísny reguláciám zo strany štátu, ktoré majitelia ani manažéri spoločnosti nedokážu ovplyvniť. Naše návrhy a odporúčania nemajú pôsobiť striktné a ohraničené, chcú byť skôr inšpiráciou či už pre manažment spoločnosti a akcionárov, alebo pre čitateľa tejto práce, ktorému chceme sprostredkovať význam a potenciál finančnej analýzy.

Záver

Diplomová práca sa podrobne zaoberala problematikou analýzy finančnej situácie podniku. V prvých troch častiach sme venovali priestor teoretickej príprave, postupom a štúdiu zdrojov. V aplikačnej časti práce sme uplatnili vedomosti a aplikovali postupy finančnej analýzy na základe dostupných údajov vybraného podniku. V návrhovej časti sme na základe výsledkov analýzy navrhli odporúčania a možnosti, ktoré by mohli viesť k zlepšeniu finančnej situácie.

V prvej kapitole sme popísali významné súčasti finančnej analýzy, venovali sme sa jej podstate a cieľom, vymedzili sme používateľov finančnej analýzy a zdroje údajov. Detailnejšie sme priblížili finančné ukazovatele, hodnotenie výkonnosti podniku ako aj vybrané bankrotné a bonitné modely. Na základe domácej a zahraničnej literatúry sme teda priblížili súčasný stav riešenej problematiky, čím sme naplnili čiastkový cieľ prvej kapitoly. Druhá kapitola splnila čiastkový cieľ, nakoľko sme v nej definovali hlavný cieľ tejto práce a predstavili sme parciálne ciele jednotlivých kapitol. V nadväznosti nato sme v tretej kapitole priblížili metodiku práce a metódy skúmania, čo bol jej úlohou. K naplneniu hlavného cieľa práce sme sa najviac priblížili pri spracovaní štvrtej časti diplomovej práce, kde zámer bol analyzovať finančnú situáciu vybranej spoločnosti a predstaviť výsledky našej práce. Tento zámer sme naplnili a rozšírili ho v záverečnej časti o návrhy a poukázanie na možnosti, ktoré by viedli k zlepšeniu finančnej situácie analyzovaného podniku. Splnením parciálnych cieľov jednotlivých častí práce sme naplnili hlavný cieľ, ktorým bolo zhodnotiť finančnú situáciu konkrétnej spoločnosti a navrhnúť možnosti vedúce k jej zlepšeniu.

Naplnením hlavného cieľa sme poukázali na kontinuálny význam, účinnosť a dôležitosť analýzy finančnej situácie podniku. Veríme, že táto práca poskytne čitateľovi zaujímavý prehľad o teórii a praktických postupoch finančnej analýzy a bude vhodným impulzom na ďalšie štúdium a rozširovanie si vedomostí z tejto oblasti či už pre akademické účely alebo pre prax.

Zoznam literatúry a zdrojov

1. ALEXEY, J. 2005. *Finančná a ekonomická analýza*. Bratislava: IRIS, 2005. 121 s. ISBN 80-89018-90-4.
2. ALI, M. F. A. – ABBAS, A. A. 2015. *Companies Bankruptcy Prediction by Using Altman Models and Comparing Them*. [online] In: Research Journal of Finance and Accounting, Vol 6, No. 14, 2015. ISSN 2222-1697. [cit. 2021-01-05]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/299533266_Companies_Bankruptcy_Prediction_by_Using_Altman_Models_and_Comparing_Them
3. BARAN, D. a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: IRIS, 2008. 132 s. ISBN 8089238132.
4. BIZSTATS. 2021. *Corporation Benchmarks*. [online]. BizStats, 2021, [cit. 2021-03-18]. Dostupné z: <http://www.bizstats.com/corporation-industry-financials/utilities-22/electric-power-generation-transmission-and-distribution-221100/show>
5. ČERNÁ, A. et al. 1997. *Finanční analýza*. Praha: Bankovní institut, 1997. 293 s. ISBN 978-80-7265-017-0.
6. ECB. 2017. *ECB Statistics Paper, No. 21: Decomposition techniques for financial ratios of European non-financial listed groups*. [online] European Central Bank, 2017. 74 s. ISBN 978-92-899-2835-9. [cit. 2021-03-18]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/175531/1/ecb.sps21.en.pdf>
7. FICZOVÁ, I., J. SEDLÁČEK a V. ÚRADNÍČEK, 2000. *Finančná analýza podniku I*. Banská Bystrica: Fakulta Financí UMB, 2000. 172 s. ISBN 80-89029-02-7.
8. FRIDSON, M. – ALVAREZ, F. 2002. *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*. 3 vyd. [online]. New York: John Wiley & Sons, Inc. 2002. 413 s. [cit. 2021-01-05]. Dostupné z: https://www.academia.edu/13865733/Books_Financial_Statement_Analysis
9. GIBSON, CH. H. 2007. *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information*. 11 vyd. Mason: South-Western Cengage Learning, 2009. 629 s. ISBN 978-0-321-65742-5.
10. GRANT, J. L. 2003. *Foundations of Economic Value Added*. 2 vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 324 s. ISBN 978-0-471-23483-8.

11. GRÜNWALD, R. – HOLEČKOVÁ, J. 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha : Vysoká škola ekonomická, 2007. 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
12. HELFERT, E. A. 2001. *Financial Analysis Tools and Techniques: A guide for managers*. New York: McGraw-Hill Education, 2001. 480 s. ISBN 978-0071378345.
13. HRDÝ, M. – HOROVÁ, M. 2009. *Finance podniku*. Praha : Walters Kluwer ČR, 2009. 180 s. ISBN 978-80-7357-492-5.
14. JANHUBA, M. 2006. Podnikové účetnictví. In SYNEK, M. et al. *Podniková ekonomika*. 4. vyd. Praha : C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-892-4, s. 267-278.
15. KALOUDA, F. 2009. *Finanční řízení podniku*. Plzeň : Aleš Čeněk, 2009. 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.
16. KISLINGEROVÁ, E. 2001. *Oceňování podniku*. 2. prepr. a dopln. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
17. KISLINGEROVÁ, E. 2010. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
18. KNÁPKOVÁ, A. – PAVELKOVÁ, D. 2010. *Finanční analýza. Komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
19. KONEČNÝ, J. 2010. *Podniková ekonomika*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2010. 134 s. ISBN 978-80-7318-771-2.
20. KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 9. vyd. Brno: Ing. Zdeněk Novotný CSc., 2004. 102 s. ISBN 80-214-2564-4.
21. KOTULIČ, R., P. KIRÁLY a M. RAJČÁNIOVÁ, 2010. *Finančná analýza podniku*. 2 vyd. Bratislava: Iura Edition, 2010. 238 s. ISBN 978-80-8078-342-6.
22. KOVANICOVÁ, D. – KOVANIC, P. 1998. *Poklady skryté v účetnictví. Díl I. Jak porozumět účetním výkazům*. 5. vyd. Praha : Polygon, 1998. 248 s. ISBN 80-85967-73-1.
23. KOVANICOVÁ, D. et al. 2003. *Finanční účetnictví. Světový koncept*. 4. vyd. Praha: Polygon, 2003. 536 s. ISBN 80-7273-090-8.
24. KRÁLOVIČ, J., K. VLACHYNSKÝ, P. MARKOVIČ. 2002. *Finančný manažment*. Bratislava: Ekonómia, 2002. 419 s. ISBN 80-89047-17-3.
25. LESÁKOVÁ, Ľ. et al. 2007. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Banská Bystrica: Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela, 2007. 208 s. ISBN 978-80-8083-379-4.
26. LEŠČIŠIN, J. 2005. *Firemné financie*. Košice : Ekonomická fakulta TU, 2005. 202 s. ISBN 80-8073-195-0.

27. LEVANTAKOS, K. 2019. *Financial analysis of energy companies in the European energy market*. [online]. Piraeus: University of Piraeus, 2019. 98 s. ISBN neuvedené. [cit. 2021-03-18]. Dostupné z: https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/unipi/11792/Leventakos_med16027.pdf?sequence=1&isAllowed=y
28. MAREK, P. et al. 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2009. 636 s. ISBN 978-80-80929-49-1.
29. MASHKOOR, S. CH. 2020. *Analysis of Financial Statements*. [online] Samawah: Muthanna University, 2020. 208 s. ISBN neuvedené. [cit. 2021-01-05]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/330831785_ANALYSIS_OF_FINANCIAL_STATEMENTS
30. MRKVIČKA, J. a P. KOLÁŘ. 2006. *Finanční analýza*. 2. prepr. vyd. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
31. NÝVLTOVÁ, R. – MARINIČ, P. 2010. *Finanční řízení podniku. Moderní metody a trendy*. Praha : Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80247-3158-2.
32. RÁKOŠ, J. 2009. *Aplikácia finančných ukazovateľov v procese finančného riadenia malých a stredných podnikov*. Prešov : Prešovská univerzita, Fakulta manažmentu, 2009. 112 s. ISBN 978-80-8068-943-8.
33. READY RATIOS. 2021. *Transportation, Communications, Electric, Gas, And Sanitary Services: average industry financial ratios for U.S. listed companies*. [online]. Ready Ratios, 2021, [cit. 2021-03-18]. Dostupné z: <https://www.readyratios.com/sec/industry/E/>
34. REŽŇÁKOVÁ, M. et al. 2010. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha : Grada Publishing, 2010. 192 s. ISBN 978-80-247-3441-5.
35. RŮČKOVÁ, P. 2011. *Finanční analýza*. Praha: Grada Publishing, 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
36. SEDLÁČEK, J. 2001. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopln. vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
37. SEDLÁČEK, J. 2003. *Cash Flow*. Brno: Computer Press, 2003. 190 s. ISBN: 80-7226-875-9.
38. SEDLÁČEK, J. 2011. *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
39. STATISTA. 2021. *Average return on equity (ROE) in the energy and environmental services sector in Western Europe from 2019 to 2021, by industry*.

- [online]. Statista, 2021, [cit. 2021-03-18]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/1043946/return-on-equity-in-the-energy-and-environmental-services-in-europe/>
40. SUCHÁNEK, P. 2007. *Finanční management*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2007. 127 s. ISBN 978-80-210-4277-3.
41. SŮVOVÁ, H. – KNAIFL, O. et al. 2008. *Finanční analýza I*. Praha : Bankovní institut vysoká škola, 2008. 181 s. ISBN 978-80_7265-133-7.
42. SYNEK, M. 2006. *Financování podniku*. In SYNEK, M. et al. *Podniková ekonomika*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-892-4, s. 226-245.
43. ŠLOSÁROVÁ, A. et al. *Analýza účtovnej závierky*. Bratislava: Iura Edition, 2006. 478 s. ISBN 80-8078-070-6.
44. ŠMEJKAL, A. 2021. [online]. České Budějovice: Katedra ekonomiky Ekonomické fakulty Jihočeské Univerzity, 2021 [cit. 2021-01-15]. Dostupné z: <http://www2.ef.jcu.cz/~asmejkal/Manazerska%20ekonomika/Kombinovan%e9%20studium/ME3%20-%20FINANCNI%20ANALYZA%20-%20B.pdf>
45. ÚRSO, 2017. Návrh WACC na obdobie rokov 2018 – 2021. Martin: Úrad pre reguláciu sieťových odvetví, 2017. 9 s. [cit. 2021-03-15]. Dostupné z: <http://www.urso.gov.sk/sites/default/files/Navrh-WACC-na-obdobie-rokov-2018-2021.pdf>
46. VLACHYNSKÝ, K. et al. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2009. 524 s. ISBN 978-80-8078-258-0.
47. YAHOO FINANCE. 2020. *6 Low PE Ratio Stocks to Check Out*. [online]. Yahoo Finance, 2020. [cit. 2021-03-15]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/news/6-low-pe-ratio-stocks-155801127.html>
48. ZAHARIEV, A. 2019. *Financial Analysis*. [online] Svishtov: Tsenov Academy Publishing House, 2019. [cit. 2021-01-05]. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/335909887_ANALYSIS_OF_A_COMPANY%27S_WORKING_CAPITAL
49. ZÁKON č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve
50. ZALAI, K. et al. 2008. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: SPRINT - vfra, 2008. 385 s. ISBN 978-80-89085-99-6.
51. ZÁPADOSLOVENSKÁ DISTRIBUČNÁ, A. S., 2021. *O spoločnosti*. [online]. ZSDIS, 2021 [cit. 2021-01-05]. Dostupné z: www.zsdis.sk

Prílohy

1. Výkaz finančnej pozície 2017 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
2. Výkaz ziskov a strát 2017 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
3. Výkaz peňažných tokov 2017 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
4. Výkaz zmien vlastného imania 2017 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
5. Výkaz finančnej pozície 2018 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
6. Výkaz ziskov a strát 2018 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
7. Výkaz peňažných tokov 2018 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
8. Výkaz zmien vlastného imania 2018 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
9. Výkaz finančnej pozície 2019 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
10. Výkaz ziskov a strát 2019 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
11. Výkaz peňažných tokov 2019 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.
12. Výkaz zmien vlastného imania 2019 spoločnosti Západoslovenská distribučná, a. s.