

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

Evidenčné číslo: 104002/I/2020/36097107974955012

MODELÝ A METÓDY VÝPOČTU NÁKLADOV NA
VLASTNÝ KAPITÁL S AKCEPTÁCIOU RIZIKA

Diplomová práca

2020

Bc. Jozef Zelenay

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**MODELÝ A METÓDY VÝPOČTU NÁKLADOV NA
VLASTNÝ KAPITÁL S AKCEPTÁCIOU RIZIKA**

Diplomová práca

Študijný program:	Ekonomika podniku
Študijný odbor:	Ekonomika a manažment podniku
Školiace pracovisko:	Katedra podnikovohospodárska
Vedúci záverečnej práce:	doc. Ing. Daniela Rybárová, PhD.

Pod'akovanie

Týmto by som chcel poďakovať vedúcej mojej diplomovej práce, doc. Ing. Daniele Rybárovej, PhD. za jej odborné vedenie, metodickú pomoc a cenné rady, ktoré mi poskytla pri spracovaní záverečnej práce. Rovnako by som sa chcel poďakovať vedeniu spoločnosti JUTEX s.r.o. za odborné konzultácie.

ABSTRAKT

ZELENAY, Jozef. *Modely a metódy výpočtu nákladov na vlastný kapitál s akceptáciou rizika*. - Ekonomická Univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu. Katedra podnikovohospodárska. Vedúci záverečnej práce: doc. Ing. Daniela Rybárová, PhD. – Bratislava: FPM, 2020, počet strán - 64

Cieľom diplomovej práce bolo na základe aplikácie získaných poznatkov v konkrétnom podniku navrhnuť vhodný model výpočtu nákladov na vlastný kapitál. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 10 grafov, 46 tabuliek, 2 obrázky a 3 prílohy. Prvá kapitola je venovaná vymedzeniu teoretických poznatkov a teoretickému úvodu do danej problematiky. V druhej kapitole sa venujeme stanoveniu cieľov. V tretej časti metodike vypracovania práce. Štvrtá časť je venovaná vymedzeniu jednotlivých parametrov a celkový výpočet nákladov na vlastný kapitál. V záverečnej časti sumarizujeme výsledky riešenia a dávame odporúčanie výberu vhodnej metódy. V teoretickej časti práce sme sa zaoberali jednotlivými metódami a modelmi výpočtu nákladov na vlastný kapitál a ich možnosti využitia. V praktickej časti práce sme si zvolili tri metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál, na základe ktorých sme vypočítali náklady na vlastný kapitál v konkrétnom podniku. V záverečnej časti práce sme porovnali jednotlivé výsledky a navrhli najlepší model výpočtu nákladov na vlastný kapitál pre podmienky zvoleného podniku.

Kľúčové slová: Náklady na vlastný kapitál, CAPM, stavebnicová metóda, INFA, kapitál, výpočet nákladov na vlastný kapitál

ABSTRACT

ZELENAY, Jozef. *Models and methods of calculating cost of equity for acceptable risk.* - University of Economics in Bratislava. Faculty of business management. Department of Business Administration. Diploma thesis supervisor: doc. Ing. Daniela Rybárová, PhD. – Bratislava: FBM, 2020, pages - 64

The aim of the diploma thesis was based on the application of acquired knowledge in a particular company to design a suitable model for calculating the cost of equity. The work is divided into 5 chapters. It contains 10 graphs, 46 tables, 2 figures and 3 appendices. The first chapter is devoted to the definition of theoretical knowledge and theoretical introduction to the issue. In the second chapter we focus on setting goals. In the third part of the methodology of elaboration of the work. The fourth part is devoted to the definition of individual parameters and the overall calculation of the cost of equity. In the final part, we summarize the results of the solution and give a recommendation for the selection of a suitable method. In the theoretical part of the work we dealt with individual methods and models for calculating the cost of equity and their use. In the practical part of the work, we chose three methods for calculating the cost of equity, based on which we calculated the cost of equity in a particular company. In the final part of the work, we compared the individual results and proposed the best model for calculating the cost of equity for the conditions of the selected company.

Key words: Cost of equity, CAPM, build up model, INFA, capital, calculation of cost of equity

OBSAH

Úvod.....	11
1 Súčasný stav riešenia problematiky doma a v zahraničí.....	12
1.1 Náklady na vlastný kapitál	12
1.2 Metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál	13
1.2.1 Model CAPM (Capital Asset Pricing Model).	14
1.2.2 Arbitrážny model	23
1.2.3 Stavebnicová metóda.....	24
1.2.4 Metóda priemernej rentability	30
1.2.5 Dividendová metóda	31
1.2.6 Metóda odvodu nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu.....	32
2 Cieľ práce.....	33
3 Metodika práce a metódy skúmania	34
3.1 Charakteristika objektu skúmania.....	34
3.2 Pracovné postupy	35
3.3 Spôsob získavania údajov a ich zdroje	35
3.4 Použité metódy vyhodnotenia a interpretácie.....	36
4 Výsledky práce.....	37
4.1 Výpočet nákladov na vlastný kapitál s využitím modelu CAPM.....	37
4.1.1 Bezriziková výnosová miera.....	37
4.1.2 Koeficient beta – β	38
4.1.3 Riziková prémie kapitálového trhu	40
4.1.4 Riziková prémie pre národný trh	41
4.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM	43
4.2.1 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka získaná ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh.....	44
4.2.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál modelom CAPM – riziková prirážka aritmetickým priemerom	45
4.2.3 Výpočet nákladov na vlastný kapitál modelom CAPM – riziková prirážka geometrickým priemerom	46

4.3 Výpočet nákladov na vlastný kapitál komplexnou stavebnicovou metódou profesora Maříka	48
4.3.1 Vymedzenie rizikových faktorov vstupujúcich do výpočtu nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou	48
4.3.2 Kvantifikácia rizikovej prirážky	49
4.3.3 Vymedzenie a kvantifikácia rizikovej prirážky obchodného rizika.....	50
4.3.4 Vymedzenie a kvantifikácia rizikovej prirážky finančného rizika	59
4.3.5 Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou.....	62
4.3.6 Prehľad vývoja nákladov na vlastný kapitál.....	62
4.4 Vstupné parametre pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA	63
4.4.1 Identifikácia vstupných parametrov potrebných na výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA	63
4.4.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA.....	64
4.5 Porovnanie jednotlivých úrovní nákladov na vlastný kapitál vypočítaných rôznymi spôsobmi.....	66
5 Diskusia	68
Záver	73
ZOZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZOV	74
Prílohy.....	77

Zoznam obrázkov

Obrázok 1 Modely portfólia vo finančnom manažmente	15
Obrázok 2 Sústava pyramídových ukazovateľov INFA.....	30

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 Porovnanie aritmetického a geometrického priemeru	19
Tabuľka 2 Hodnotiacia stupnica	27
Tabuľka 3 Vývoj koeficientu β	38
Tabuľka 4 Porovnanie rizikovej prémie kapitálového trhu	40
Tabuľka 5 Porovnanie rizikovej prémie pre národný trh	42
Tabuľka 6 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka prevzatá zo stránky damodaran	44
Tabuľka 7 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka aritmetickým priemerom.....	45
Tabuľka 8 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka geometrickým priemerom	47
Tabuľka 9 Prehľad rizikových faktorov a k nim priradených váh.....	49
Tabuľka 10 Prevod stupňa rizika a rizikovej prirážky	50
Tabuľka 11 Dynamika odboru.....	50
Tabuľka 12 Závislosť odboru od hospodárskeho cyklu	50
Tabuľka 13 Potenciál inovácií v odbore.....	51
Tabuľka 14 Určovanie trendov v odbore.....	51
Tabuľka 15 Kapacita trhu, možnosť expanzie.....	52
Tabuľka 16 Riziká dosiahnutia tržieb	52
Tabuľka 17 Riziká preniknutia na trhy, cieľové trhy	52
Tabuľka 18 Konkurencia.....	53
Tabuľka 19 Konkurencieschopnosť produktov	53
Tabuľka 20 Ceny.....	54
Tabuľka 21 Kvalita a riadenie kvality.....	54
Tabuľka 22 Výskum a vývoj	54
Tabuľka 23 Reklama a propagácia.....	55
Tabuľka 24 Distribúcia, servis.....	55
Tabuľka 25 Vízia, stratégia.....	55

Tabuľka 26 Kľúčové osobnosti.....	55
Tabuľka 27 Organizačná štruktúra.....	56
Tabuľka 28 Štruktúra obstarávaného tovaru z pohľadu druhu tovaru	56
Tabuľka 29 Požiadavky na výrobu nakupovaného výrobku - produktu	57
Tabuľka 30 Dodávatelia	57
Tabuľka 31 Doprava.....	57
Tabuľka 32 Úroveň fixných nákladov.....	58
Tabuľka 33 Postavenie podniku voči odoberateľom	58
Tabuľka 34 Postavenie podniku voči dodávateľom.....	58
Tabuľka 35 Bariéry vstupu do odvetvia Úroveň rizika	59
Tabuľka 36 Úročený cudzí kapitál/vlastný kapitál	59
Tabuľka 37 Krytie úverov - EBIT/platené úroky.....	59
Tabuľka 38 Krytie splátok úveru z cash flow - EBIT/(splátka úveru + lízingová splátka). 60	
Tabuľka 39 Podiel čistého pracovného kapitálu (WC) na obežných aktívach.....	60
Tabuľka 40 Bežná a okamžitá likvidita.....	60
Tabuľka 41 Priemerná doba inkasa pohľadávok	61
Tabuľka 42 Doba obratu zásob	61
Tabuľka 43 Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou	62
Tabuľka 44 Identifikácia parametrov pre výpočet pomocou diagnostického systému	64
Tabuľka 45 Prehľad vývoja nákladov na vlastný kapitál vypočítaných pomocou benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorov INFA.....	64
Tabuľka 46 Porovnanie nákladov na vlastný kapitál vypočítaných rôznymi spôsobmi	67

Zoznam grafov

Graf 1 Vývoj bezrizikovej výnosovej miery 10 ročných štátnych dlhopisov USA.....	38
Graf 2 Porovnanie zadlžených koeficientov beta.....	39
Graf 3 Riziková prémie pre národný trh.....	42
Graf 4 Porovnanie rizikovej prirážky pre národný trh Slovenska a susedných štátov.....	43
Graf 5 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM pri výpočte rizikovej prirážky kapitálového trhu ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh	45
Graf 6 Riziková prirážka aritmetickým priemerom	46
Graf 7 Riziková prirážka geometrickým priemerom	47
Graf 8 Vývoj nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou	63

Graf 9 Porovnanie výšky nákladov na vlastný kapitál podniku s odvetvím	65
Graf 10 Porovnanie výšky nákladov na vlastný kapitál podniku s podnikmi s kladnou pridanou hodnotou.....	66

Úvod

Neoddeliteľnou súčasťou každého podnik je kapitál. Kapitálová štruktúra podniku vypovedá o rozsahu a druhu zapojeného vlastného a cudzieho kapitálu v rámci podnikových činností. Rozhodovanie o rozsahu používania vlastného a cudzieho kapitálu v podniku je spojené s nákladmi na jednotlivé druhy kapitálu. Určenie nákladov na vlastný kapitál predstavuje často pre podnik zložitú úlohu z dôvodu, že tieto náklady sa priamo v účtovníctve podniku nenachádzajú. V tejto práci sa budeme zaoberať nákladmi práve na vlastný kapitál, presnejšie metódami a modelmi na ich výpočet.

Cieľom tejto diplomovej práce je na základe aplikácie získaných poznatkov v konkrétnom podniku navrhnúť vhodný model výpočtu nákladov na vlastný kapitál.

V teoretickej časti na základe získaných poznatkov budeme opisovať jednotlivé metódy a modely na výpočet nákladov na vlastný kapitál. Neskôr z nich vyberieme niekoľko metód, ktoré budú pre našu prácu podstatné. Na základe popisu jednotlivých metód budeme schopní v ďalšej časti práce prakticky využívať nadobudnuté znalosti.

V praktickej časti si vyberieme dve metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál. Prvou skúmanou metódou bude metóda s využitím modelu CAPM, pri ktorej budeme musieť identifikovať všetky jednotlivé vstupné parametre, ktoré vchádzajú do výpočtu. Postupne si prejdeme bezrizikovou výnosovou mierou, jej vývoj aj spôsob získania. Rovnako to spravíme pre koeficient β , pričom sa pozrieme na jeho vývoj, spôsob získania, rozdiel medzi získaným zadĺženým koeficientom β a koeficientom β prepočítaným na základe kapitálovej štruktúry a daňových podmienok vplyvujúcich na nami vybraný podnik. Neskôr bude potrebné vypočítať rizikovú prémie kapitálového trhu viacerými spôsobmi rovnako ako aj rizikovú prémie pre národný trh. Po identifikácii jednotlivých parametrov budeme schopní vypočítať náklady na vlastný kapitál touto metódou. Ďalšou metódou bude metóda stavebnicová, pričom použijeme dve varianty. Prvou bude komplexná stavebnicová metóda, pri ktorej bude potrebné špecifikovať všetky rizikové faktory pôsobiace na podnik a následne ich pretransformovať do rizikových prirážok. Druhou bude využitie benchmarkingového diagnostického systému finančných ukazovateľov INFA, kde bude potrebné analyzovať účtovnú závierku vybraného podniku a následne zadanie jednotlivých finančných ukazovateľov do systému.

Následne porovnáme jednotlivé výšky nákladov na vlastný kapitál a v poslednej časti našej práce zhodnotíme jednotlivé metódy a vyberieme najvhodnejšiu pre výpočet nákladov na vlastný kapitál v danom podniku.

1 Súčasný stav riešenia problematiky doma a v zahraničí

Kapitál je veľmi dôležitý faktor pre podnik. Bez kapitálu ako takého by nebolo pre spoločnosť možné podnikanie v žiadnom slova zmysle. Spoločnosť by nebola schopná vzniknúť, zlepšovať sa a rásť. Kapitál je jeden z výrobných faktorov, bez ktorého nie je možné zabezpečiť ďalšiu výrobu materiálových statkov a služieb. Kapitálová štruktúra podniku je štruktúra zdrojov, z ktorých majetok podniku vznikol. Je to tiež štruktúra dlhodobého kapitálu, ktorý finančne kryje rozhodujúcu časť majetku podniku. Je to kapitál, ktorý má podnik trvalo a dlhodobo k dispozícii.¹ Kapitálová štruktúra zahŕňa vlastný a cudzí kapitál.

Vlastný kapitál je kapitál, ktorý patrí majiteľovi a je nositeľom podnikateľského rizika. Vlastný kapitál sa ďalej delí na základné imanie, emisné ážio, rezervný fond, štatutárne a ostatné fondy, výsledok hospodárenia z minulých rokov a oceňovacie rozdiely.

Cudzí kapitál je kapitál, ktorý podnik získal od iných hospodárskych subjektov a musí ho v určitom časovom horizonte splatiť. Na základe tohto časového horizontu sa cudzí kapitál delí na dlhodobý a krátkodobý. Žiadny kapitál nie je zadarmo a niečo stojí. Táto cena predstavuje náklady, ktoré podnik musí vynaložiť na získanie daného typu kapitálu. V našej práci sa budeme venovať hlavne časti nákladov na vlastný kapitál a ich cene.

Náklady na vlastný kapitál sú potrebné pre investora z viacerých účelov a rovín. V prípade investovania, nám udávajú požadovaný výnos investora, s prihliadnutím na mieru rizika investície. V tejto rovine dokážu ukázať prehľad jednotlivých investícií a porovnať ich výhodnosť a rizikovosť. Rovnako nám slúžia aj pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku, nakoľko je pri tomto probléme potrebné stanoviť hodnotu nákladov na vlastný aj cudzí kapitál pre ďalší výpočet.

1.1 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú pojmom, ktorý je v controllingu a praxi riadenia podnikov na Slovensku používaný menej, nakoľko na prvý pohľad by sa mohlo zdať, že vlastný kapitál, ktorý má podnik k dispozícii je zadarmo. Tento pohľad ale ani z ďaleka nie je pravdivý a vlastný kapitál vôbec nie je zadarmo. Náklady na tento druh kapitálu sú dané

¹ VLACHYNSKÝ, Kraol a kol. *Podnikové financie*. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 82. ISBN 80-8078-029-3.

výnosovým očakávaním príslušných investorov. Tieto výnosové očakávania je potrebné odvodzovať z možného alternatívneho výnosu kapitálu, avšak je potrebné prihliadať aj na riziká.

Náklady na vlastný kapitál predstavujú skôr formu nákladov alternatívnych, alebo oportunitných.² Za náklady vlastného kapitálu sú chápané nerealizované výnosy, ktoré by majitelia získali v prípade, že by svoj kapitál využili iným spôsobom v rámci inej investičnej príležitosti rovnako rizikového charakteru. Rovnako by sa ich dalo charakterizovať aj ako skryté náklady na jednej strane z dôvodu, že sa nevykazujú v účtovníctve a na strane druhej, že nemajú vplyv na výsledok hospodárenia podniku. Náklady na vlastný kapitál sú dané očakávaním investorov, ich predstavou o očakávanej miere výnosu s prihliadnutím k riziku podnikateľskej činnosti podniku.³ Mali by predstavovať minimálnu výnosnosť, ktorú má investičný projekt vlastníkom priniesť, aby bol efektívny. Možno teda tvrdiť, že náklady na vlastný kapitál sú výnosovým očakávaním vlastníkov, ktoré by malo byť väčšie ako očakávanie z iného, alternatívneho investovania do bezrizikového aktíva. Vyššie by malo byť minimálne o rizikovú prémie, ktorá súvisí s danou investíciou.

1.2 Metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál

Na určenie výšky nákladov vlastného kapitálu sa v praxi dajú využiť rovno niekoľké metódy a postupy. Voľba metódy závisí na podniku, pričom výber vhodnej metódy závisí na type podniku, či odvetvia v ktorom pôsobí a na množstve a dostupnosti informácií, ktoré má podnik k dispozícii. Táto problematika však nie je jednoduchá a pri realizácii výpočtov môžu nastať rôzne problémy. V európskych krajinách spočíva výpočet nákladov na vlastný kapitál prevažne na odhadoch. V anglosaských krajinách sa metódy určenia opierajú o teórie kapitálového trhu. Na koľko je veľké množstvo prístupov, ktoré sa venujú tomuto problému, uvádzame základný prehľad metód a postupov, ktorými dokážeme určiť a vypočítať náklady na vlastný kapitál :

- a) stavebnicová metóda,
- b) metóda priemernej rentability,
- c) dividendová metóda,

² VOCHOZKA, Marek - MULÁČ, Petr a kol. *Podniková ekonomika*. Praha : Grada, 2012. s. 123. ISBN 9788024743721.

³ KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2., rozšířené vydání. Praha : Grada, 2012. s. 87. ISBN 978- 80-2474-456-8.

- d) metóda odvodu nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu,
- e) metóda s aplikáciou modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model),
- f) metóda s aplikáciou arbitrážneho modelu.

1.2.1 Model CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Prvou metódou, ktorú budeme opisovať v našej práci, je metóda CAPM, teda model oceňovania kapitálových aktív. Tento model je jedným zo základných modelov a to z dôvodu, že sa v anglosaských krajinách používa na odhad nákladov vlastného kapitálu najčastejšie. Model CAPM bol vytvorený pre akcie, ktoré sú bežne obchodovateľné na kapitálovom trhu. Podstatou modelu je analýza vzťahu medzi kurzom a rizikom cenného papiera. Tento model rozkladá celkové riziko portfólia na systematické, ktoré je merateľné koeficientom beta a tento typ rizika nemožno diverzifikovať a jedinečné (špecifické) riziko, ktoré je špecifické pre každý podnik samostatne. Riziko nesie so sebou konkrétne zvolené aktívum. Riziko je kvantifikované štandardnou odchýlkou výnosnosti cenného papiera od jeho priemernej výnosnosti. Medzi základné prvky modelu CAPM patrí tzv. priamka cenných papierov, ktorá odvodzuje strednú očakávanú výnosnosť cenného papiera od očakávanej bezrizikovej výnosnosti a priemernej prémie za riziko na kapitálovom trhu. Podľa tohto môžeme základný tvar modelu zadefinovať pomocou vzťahu:⁴

$$E(r_i) = r_f + \beta \cdot [E(r_m) - (r_f)]$$

Kde: $E(r_i)$ - očakávaná výnosová miera,

$E(r_m)$ - Expected Market Return - očakávaná výnosová miera trhu,

r_f - Risk free Rate of Return - bezriziková výnosová miera,

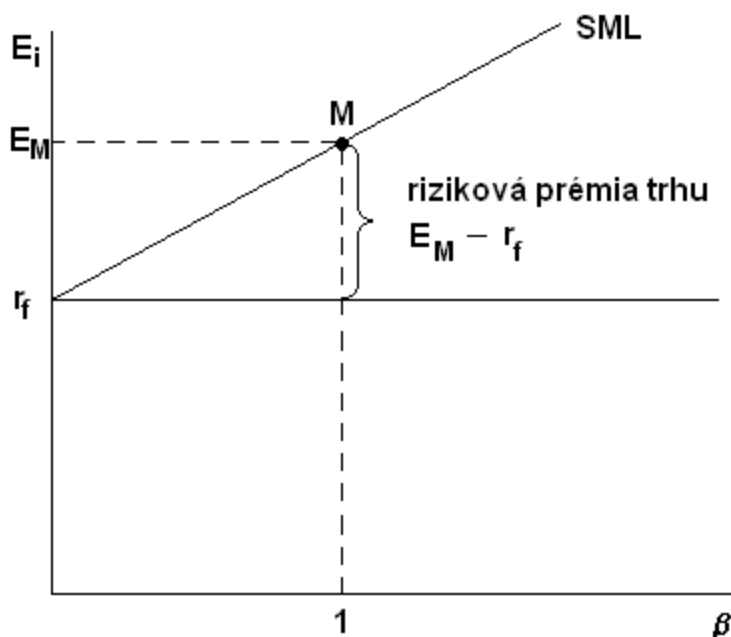
$[E(r_m) - (r_f)]$ - Equity Risk Premium (ERP) - prémie za trhové riziko, udáva o koľko je očakávaná výnosnosť akcie na trhu vyššia ako výnos z bezrizikovej investície,

β - koeficient β je veličina, pomocou ktorej sa meria systematické riziko daného aktíva.

Očakávaná výnosnosť cenného papiera podľa zadefinovaného vzťahu závisí na bezrizikovej úrokovej miere, prémii za trhové riziko a koeficientu β . Tento koeficient je jediným faktorom, ktorý sa viaže ku konkrétnemu podniku. Náklad na vlastný kapitál tým

⁴ JAKUBEC, Miroslav - KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 93. ISBN978-80-8168-460-9.

pádom predstavuje výslednú očakávanú výnosnosť akcie. Tento vzťah sa dá graficky znázorniť a nazýva sa priamka trhu cenných papierov. Vyzerá nasledovne:



Obrázok 1 Modely portfólia vo finančnom manažmente

Zdroj: FURKOVÁ, Anrea. *Modely portfólia vo finančnom manažmente*, 2002, s 8. Dostupné na:

http://www.fhi.sk/files/katedry/kove/veda-vyskum/prace/2002/Furkova_2002.pdf

Beta je vyjadrením rizika akcie k riziku kapitálového trhu ako celku. Ak je beta rovná jednej, je riziko danej akcie na úrovni priemer kapitálového trhu ako celku. Ak je beta väčšia alebo menšia ako 1, je výnosová prirážka väčšia alebo menšia ako priemerná prémie za riziko na kapitálovom trhu. Riziko je v tomto prípade chápané ako smerodajná odchýlka výnosnosti daného cenného papieru od jeho priemernej výnosnosti.

Beta tým pádom vyjadruje sklon priamky cenných papierov a vyjadruje vzťah medzi jednotkovým rizikom a jednotkovou výkonnosťou.

Model CAPM ale vychádza z určitých predpokladov:⁵

- investori sú averzní voči riziku a maximalizujú očakávaný úžitok z výnosu v horizonte jedného roka,
- kapitálové aktíva sú nekonečne deliteľné,

⁵ VLACHYNSKÝ, Kraol a kol. *Podnikové financie*. Bratislava : Iura Edition, 2006. s. 167. ISBN 80-8078-029-3.

- investori akceptujú cenu a nemôžu ju ovplyvniť,
- dane a transakčné náklady neexistujú,
- trh je celkom transparentný, všetci investori majú k dispozícii voľne a bezodplatne všetky informácie,
- investori očakávajú rovnaký vývoj do budúcnosti,
- na pôžičky je k dispozícii neobmedzené množstvo zdrojov pri rovnakej úrokovej miere.

Je ale potrebné poznamenať, že uvedená rovnica je založená na budúcich hodnotách a predstavuje určitý rovnovážny stav trhu.⁶ Aj napriek uvedeným nedostatkom tejto metódy je súčasnosti model CAPM najvyužívanejším nástrojom na odhad nákladov na vlastný kapitál odvodený z trhových hodnôt.

V prípade, ak chceme použiť model CAPM pre odhad vlastných nákladov kapitálu podniku, musíme sa opierať o tri základné parametre, na ktoré hľadáme odpoveď:⁷

1. ako určiť bezrizikovú výnosovú mieru r_f ,
2. ako veľká má byť očakávaná riziková prémie kapitálového trhu,
3. ako stanoviť očakávanú výšku β .

Postupne si v tejto časti prejdeme jednotlivé otázky potrebné pre odhad vlastných nákladov kapitálu podniku.

1.2.1.1 Bezriziková výnosová miera

V jednoduchosti by sa dalo všeobecne zhodnotiť, že aktíva, ktorých výnosnosť by nebola zaťažená rizikom neexistujú. Investor realizuje nákup aktíva pri očakávaní istého výnosu, ktoré by malo aktívum priniesť. V praxi však skutočne dosiahnutý výnos za určité obdobie môže kolísať okolo očakávaného výnosu. Odchýlky medzi očakávaným výnosom a výnosom skutočným vieme merať a tak určiť riziko daného aktíva. Pre bezrizikové aktívum vo všeobecnosti platí, že tieto dva výnosy sa budú vždy rovnať.⁸

⁶ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 254. ISBN 978-80-86929-80-4.

⁷ COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN. *Unternehmenswert : Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. s. 314. ISBN 3-593-36895-1.

⁸ JAKUBEC, Miroslav - KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s 95. ISBN978-80-8168-460-9.

Za veľmi málo rizikové sa v USA považujú štátne pokladničné poukážky, no však pri samostatnom ohodnocovaní sa odporúča použiť aktíva s takou dĺžkou životnosti, ktorá by sa približovala životnosti podnikových aktív. Z tohto dôvodu sa experti v USA aj ostatných krajinách prikláňajú k ohodnocovaniu na základe výnosnosti štátnych dlhopisov.

Za bezrizikovú úrokovú mieru sa najčastejšie dosádza aktuálna výnosnosť štátnych dlhopisov. Aj pri tomto pohľade sa stretneme s problémom, nakoľko pri ohodnotení podnikov často uvažujeme s neobmedzenou životnosťou a dlhopisy sú časovo obmedzené, je potrebné po uplynutí prvej fázy životnosti dlhopisu odhadnúť, s akou výkonnosťou investujeme prostriedky zo splatených dlhopisov v nasledujúcom období. Týmto pádom sa dostávame k otázke, aké dlhopisy si zvoliť z hľadiska doby splatnosti. Odborníci sa preto prikláňajú k možnosti voliť dlhopisy so splatnosťou minimálne desať rokov. V literatúre však nájdeme aj takých, ktorí sú toho názoru, že v prípade ohodnotenia je lepšie použiť dlhopisy so splatnosťou 20 až 30 rokov.⁹ Dlhopisy s takouto dlhou dobou splatnosti sú však zriedkavé, preto sa v nadväzujúcom období štandardne využíva rovnaká výnosnosť ako v prvej fáze.

V prípade, že by na trhu existoval väčší počet štátnych dlhopisov s rovnakou dobou splatnosti, môže byť vhodné použiť priemer z výnosov týchto dlhopisov. V praxi je to ale veľmi zriedkavé, preto sa odporúča zvoliť dlhopis s čo najdlhšou dobou splatnosti.

1.2.1.2 Riziková prémia trhu

Vo všeobecnosti vládne intuitívne povedomie, že riziková investícia je lepšie investícia z hľadiska toho, že by mala prihliadať na vyjadrenie rizikovosti trhového portfólia, čo znamená, že by mala priniesť vyšší výnos ako investícia menej riziková. Výnosnosť investície možno rozdeliť ako súčet bezrizikovej investície a rizikovej premie, ktorá pre investora predstavuje extra výnos, ktorý investor požaduje za vloženie kapitálu do cenných papierov miesto uloženia kapitálu do bezrizikovej investície. Meradlom rizikovosti trhového portfólia je smerodajná odchýlka, ktorá vyjadruje volatilitu jeho výnosnosti.¹⁰ Je treba ale podotknúť, že model CAPM vyžaduje aby bol rozdiel $R_m - r_f$ vyjadrený na úrovni očakávaných hodnôt.

Priamy odhad očakávanej budúcej premie nie je možný, preto existujú dva špecifické spôsoby jej výpočtu. Prvým postupom, ktorý z hľadiska využiteľnosti prevláda,

⁹ COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. 3 edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 200. s. 231. ISBN 978-0471361909

¹⁰ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 255. ISBN 978-80-86929-80-4

je odvodzovanie budúcej prémie na základe minulých hodnôt dosiahnutých na kapitálových trhoch. Tento spôsob sa v literatúre označuje aj ako ex-post. Druhým spôsobom je odhadovať výšku rizikovej prémie na základe budúcich očakávaní trhu alebo inak riziková prémie ex-ante. V našej práci sme zvažili výpočet tejto veličiny práve formou ex-post.

Riziková prémie z minulých hodnôt (ex-post)

Vo všeobecnosti môžeme zhrnúť postup stanovenia rizikovej prémie v nasledujúcich bodoch:¹¹

1. zistenie dlhodobej výnosnosti akcií na kapitálovom trhu (R_m), väčšinou sa na tento účel používa niektorý trhovú akciový index, ktorého hodnoty bývajú zverejňované,
2. výpočet priemernej úrovne výnosnosti štátnych dlhopisov (r_f),
3. výpočet rizikovej prémie rozdielom R_m a r_f .

Pri použití tohto postupu sa však môžu objaviť nasledujúce metodické problémy:

1. aké obdobie zvoliť pre výpočet,
2. ako počítať priemerné hodnoty výnosnosti,
3. či použiť hodnoty miestneho alebo iného kapitálového trhu.

1. Aké obdobie zvoliť pre výpočet

Pri uvažovaní o výbere dĺžky obdobia potrebného na výpočet budeme voliť dlhodobé minulé obdobie hlavne kvôli tomu, aby sme získali čo najstabilnejšie výsledky. V dlhodobom období budú obsiahnuté všetky výkyvy na kapitálových trhoch a priemer teda nebude ovplyvnený len určitými výkyvmi. Pri zvolení krátkodobého minulého obdobia môže nastať presne tento problém.

Na druhej strane sa však do výpočtu premietnu výsledky minulých podmienok, ktoré pre budúcnosť nemusia byť relevantné. Aj napriek tomu sa odborná literatúra prikláňa k názoru, že vhodné je použiť dlhodobé obdobie.

¹¹ COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. 3 edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 200. s. 242. ISBN 978-0471361909

2. Ako počítat priemerné hodnoty výnosnosti

Ďalším problémom, ktorý môže pri výpočte nastať je fakt, či voliť pre výpočet priemerných hodnôt výnosnosti aritmetický priemer alebo priemer geometrický. V literatúre aj v praxi je možné vidieť, že rozdielny spôsob výpočtu prináša aj rozdielne výsledky. Odlišnosť hodnôt si prakticky môžeme ukázať v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 1 Porovnanie aritmetického a geometrického priemeru

	1928-2019	1969-2019	2009-2019
Trhová prémie aritmetickým priemerom	6,43%	4,35%	12,16%
Trhová prémie geometrickým priemerom	4,83%	3,37%	11,88%

Zdroj: vlastné spracovanie

V literatúre sa stretneme aj s priaznivcami metódy výpočtu pomocou aritmetického priemeru ako aj geometrického. Aj keď viac akademikov sa prikláňa k spôsobu výpočtu pomocou geometrického priemeru, je voľba spôsobu vecou všeobecnej dohody znalcov. Niekedy sa môžeme stretnúť aj s priemerom priemerov aritmetických a geometrických.

Ďalšou otázkou pri výpočte je, ako dlhý časový rad použiť. Ako sme vyššie uviedli v praxi sa používajú prevažne dlhodobé časové rady, ktoré eliminujú výkyvy jednotlivých období.

3. Použiť hodnoty miestneho alebo iného kapitálového trhu

Veľmi závažnou otázkou je aj to, akú zdrojovú základňu si pre výpočet zvolíme. Síce by výpočet na základ národných dát vyzeral najvhodnejším, narážame na veľké množstvo problémov spojených s funkčnosťou, dlhodobosťou a rozsahom národných akciových trhov.¹² Preto sa dnes vo väčšej miere presadzuje názor použiť na výpočet údaje zo svetového alebo amerického kapitálového trhu a následne tieto prémie vhodným spôsobom pretransformovať na národné podmienky trhu. Všeobecne uznávaný postup tejto transformácie zhrnul profesor Mařík do nasledujúcich krokov:¹³

1. zistiť rating analyzovanej krajiny. Ratingy krajín poskytujú agentúry Moody's alebo Standard and Poor's. Podľa Agentúry Moody's je Slovensko v súčasnej dobe v ratingovej skupine A2, rovnako aj podľa agentúry Standard and Poor's,

¹² MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 257. ISBN 978-80-86929-80-4

¹³ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 258. ISBN 978-80-86929-80-4

2. rating krajiny je potrebné premietnuť do rizikovej prémie, ktorú nazývame „Riziko zlyhania krajiny“,
3. pre určenie tejto rizikovej prémie je najlepším spôsobom výpočet rozdielu medzi výnosnosťou dlhopisov s rovnakým ratingom ako má štát, pre ktorý rizikovú prémiiu krajiny hľadáme a vládny dlhopismi USA.

$$\text{Riziková prémie štátu} = \text{Riziko zlyhania krajiny} \times \frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita štátnych dlhopisov}}$$

Pojmom volatilita označujeme nestálosť. Tento pojem označuje mieru kolísania hodnoty aktíva alebo jej výnosovej miery, rovnako označuje aj mieru rizika investície do určitého aktíva. Obvykle sa volatilita vyjadruje pomocou smerodajnej odchýlky. Ako zdroj údajov pre aktuálne rizikové prémie a pomery volatility sme sa v našej práci rozhodli zvoliť databázy prof. Damodarana,

4. rozdiel medzi požadovanou výnosnosťou akcionára pri investícií na rozvinutom kapitálovom trhu a výnosnosť pri investícií v podmienkach danej krajiny predstavuje riziková prémie krajiny. Do výslednej rovnice je správne upraviť ešte rizikovú prémiiu o rozdiel v dlhodobej prognózovanej inflácii medzi jednotlivými krajinami,
5. výsledná rovnica má tvar:¹⁴

$$Nvk = Rf + \beta \times RPT + RPZ$$

Kde: Nvk = Náklady na vlastný kapitál

Rf = aktuálna výnosnosť dlhodobých vládnych dlhopisov USA

β = systematické trhové riziko

RPT = riziková prémie rozvinutého kapitálového trhu

RPZ = riziková prémie krajiny

6. ďalším spôsobom, ktorý by sa dal v tejto situácii využiť, je aj variantný postup, pri ktorom sa použije slovenská bezriziková výnosnosť. Takýto postup by bolo vhodné uplatniť hlavne vtedy, ak by sa slovenský kapitálový trh správal výrazne inak, ako ten americký, v dôsledku rôznych faktorov ako napríklad inflácia, rôzne menové

¹⁴ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 259. ISBN 978-80-86929-80-4

rozdiely a podobne. V tom prípade by rovnica pre rizikovú prémii krajiny mala tvar:¹⁵

$$\text{Riziková prémia štátu} = \text{Riziko zlyhania krajiny} \times \left(\frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita štátnych dlhopisov}} - 1 \right)$$

Zmyslom tejto úpravy je zmena volatility a tým pádom je z rizikovej prémie štátu odčítaná časť, ktorá pripadá na dlhové financovanie, pretože táto časť by mala byť už obsiahnutá v R_f – vo výnosoch, do doby splatnosti slovenských štátnych dlhopisov. Následne danú upravenú RPZ dosadíme do pôvodnej rovnice na výpočet nákladov na vlastný kapitál.

Riziková prémia trhu ex-ante

V súčasnej oceňovacej praxi sa presadzuje postup odhadu rizikovej prémie trhu do budúcnosti. Základná úvaha vychádza z Gordonovho modelu. Podľa tohto modelu je aktuálna trhová cena akcie daná súčasnou hodnotou nekonečnej budúcej rady získaných dividend pri ich očakávanom raste:

$$P_0 = \frac{D_1}{ip - g}$$

Kde : P_0 = cena akcie na trhu

D_1 = očakávaná dividendá pre nasledujúci rok

g = očakávané tempo rastu dividend v ďalších rokoch

ip = požadovaná výnosnosť akcie

Na základe tohto vzťahu vieme rovnicu transformovať na :

$$ip = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Očakávaná výnosnosť akcie, ktorá v tomto prípade zodpovedá nákladom na vlastný kapitál tak môže byť určená pomocou aktuálnej trhovej ceny akcie, odhadu dividendového výnosu pre ďalší rok a tempa rastu dividend v nasledujúcich rokoch. Tento vzťah má ale

¹⁵ MAŘÍKOVÁ, Pavla – MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Přepracované a rozšířené vyd. . Praha : Ekopress, 2005. s 102. ISBN 8086119610

veľmi obmedzené použitie aj pre krajiny s veľmi dobre rozvinutými akciovými trhmi, nie to ešte v našich podmienkach. Na základe tohto modelu ale vznikla myšlienka nových pohľadov a prúdov pre výpočet na základe očakávaných údajov, ktorá vychádza z predpokladu, že máme tempo rastu dividend aj očakávané dividendy v ďalších rokoch nie len pre podnik, ale aj pre celý trh. Tým pádom dokážeme odvodiť nasledujúci vzťah:¹⁶

$$R_m = i_p - r_f$$

Riziková prémie ex-ante je možné odhadnúť aj z údajov amerického kapitálového trhu a upravovať ju o riziko krajiny – napríklad slovenskej republiky rovnakým spôsobom, ako pri výpočte rizikovej prirážky spôsobom ex-post.

1.2.1.3 Odhad koeficientu Beta

Postupne sme sa v našej práci prepracovali k poslednému, najvýznamnejšiemu vstupnému parametru modelu CAPM, ktorý nám udáva citlivosť investície na trh a ním je koeficient Beta. Koeficient β pre budúce obdobie možno odhadnúť nasledujúcimi metódami:

1. historické β , zistené z minulého vývoja,
2. metóda analógie,
3. na základe analýzy fundamentálnych faktorov.

Historické β zistené z minulého vývoja

Medzi základný postup pri odhadovaní β týmto spôsobom, je zistiť regresnú závislosť medzi výnosmi akcie oceňovaného podniku a akciami trhu ako celku, a použiť pritom sklon regresnej priamky ako koeficient β , pričom podielom kovariancie medzi výnosom trhu a výnosom akcie, a rozptylom výnosnosti trhu môžeme vypočítať koeficient β pre akciu i:

$$\beta = \frac{COV(R_m, R_i)}{S^2_m}$$

Kde: R_m - je výnosnosť trhu,

R_i - je výnosnosť akcie i,

S^2_m - je rozptyl výnosnosti trhu.

¹⁶ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 260. ISBN 978-80-86929-80-4

Mařík a kol. pritom uvádzajú, že v prípade ak chceme použiť tento postup, musíme zodpovedať na nasledujúce otázky:

- za aké dlhé obdobie budeme koeficient β počítať? Dlhšie obdobie umožňuje použiť väčšie množstvo dát. Staršie dáta však strácajú na význame,
- aké dlhé obdobie použiť pri vyčíslení výnosnosti? V tomto prípade je možné použiť interval jeden deň až jeden rok, optimálne je použiť týždenný alebo mesačný interval,
- ktorý index akciového trhu použiť? V Nemecku sa využíva DAX, v USA S&P 500 alebo index NYSE.

Pri historickom koeficiente β musíme vziať do úvahy, že:

- historický koeficient β je možné počítať len pre akciové spoločnosti, s akciami ktorých sa obchoduje na kapitálových trhoch,
- za spoľahlivé prepočty koeficientu β je možné považovať len koeficient β z kapitálového trhu Veľkej Británie a koeficient β z kapitálových trhov USA, a Nemecka, ostatné hodnoty koeficientu β majú zatiaľ iba orientačný význam.

Metóda analógie

Ďalšou metódou výpočtu koeficientu β je metóda analógie, ktorá spočíva v použití koeficientu β podobných podnikov, ktoré sú obchodované a ich činnosť nie je diverzifikovaná alebo podobných odvetví. Táto metóda sa v anglosaskej literatúre označuje aj pojmom „pure-play-technique“.¹⁷

Pri hľadaní porovnateľných podnikov je potrebné sa vyrovnáť s vplyvom:

- prípadných odlišností v obchodnom riziku,
- odlišností vo finančnom riziku, ktoré súvisí s kapitálovou štruktúrou.

1.2.2 Arbitrážny model

Metóda s aplikáciou arbitrážneho modelu je jednou z najpoužívanějších alternatív modelu CAPM. Táto metóda je založená na použití viacfaktorového modelu, ktorý však

¹⁷ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. s. 263. ISBN 978-80-86929-80-4

nedefinuje dôležitosť jednotlivých faktorov. Pre jednoduché vysvetlenie fungovania tejto metódy nie je vôbec dôležité, aké faktory použijeme.

Vezmime si pre príklad výnosy cenných papierov a vyberme si 4 pre nás podstatné faktory ovplyvňujúce túto veličinu. Táto metóda predpokladá, že na trhu existuje tak veľa cenných papierov s rozdielnymi citlivosťami na jednotlivé faktory, že je možné ich skombinovať tak, že celkové portfólio bude citlivé len na jeden faktor. Ostatné faktory potom pre portfólio nebudú mať žiadny význam. Takýmto spôsobom dostaneme portfólio, ktoré bude závislé len na jednom faktore a zároveň bude mať minimálne nefaktorové riziko spôsobené diverzifikáciou.

V realite je ale nemožné zostaviť také portfólio, ktoré by bolo citlivé len na jediný faktor a na ostatné by malo nulovú citlivosť. Očakávanú výnosnosť je možné rozdeliť na:¹⁸

1. bezrizikovú sadzbu,
2. λ - zvyšok, ktorý reprezentuje prémie očakávanej výnosnosti na jednotku citlivosti na faktor.

Matematicky môžeme očakávanú výnosnosť portfólia vyjadriť ako:

$$rp1 = rf + \lambda 1$$

$$rp2 = rf + \lambda 2$$

Investor môže vhodnou kombináciou bezrizikového portfólia a čisto faktorového portfólia vytvoriť portfólio s takmer ľubovoľnou citlivosťou na faktor. Pre každý cenný papier i platí:

$$\bar{r}_i = rf + b1 \lambda 1 + b2 \lambda 2$$

Táto rovnica sa označuje ako rovnica stanovenia ceny v arbitrážnom modeli, a momentálne zachytáva vyjadrenie existencie dvoch faktorov v ekonomike. Arbitrážny model sa podľa názoru mnohých ťažko testuje, pretože samotná teória nedefinuje správne faktory.

1.2.3 Stavebnicová metóda

Ďalšou metódou, ktorú v našej práci použijeme na výpočet nákladov na vlastný kapitál je stavebnicová metóda. Táto metóda spočíva v hodnotení rizík na základe

¹⁸ NEUMAIEROVÁ, Inka - NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2. kompletní vyd. Praha : Grada, 2002. s. 118. ISBN 985-30-6354-658-1.

subjektívneho uváženia daného rizika. Hlavnou úlohou stavebnicovej metódy je umožniť podnikom vyhodnotiť, aká je primeraná výška výnosnosti za podstúpenie rizika.¹⁹

Podobne ako aj pri modeli CAPM, stavebnicová metóda vychádza z bezrizikovej výnosovej miery, každopádne spôsob výpočtu sa výrazne líši.

Odlišnosť môžeme vidieť v skutočnosti, že pri postupovaní touto metódou celkovú rizikovú prémie trhu neodvodzujeme z kapitálových trhov, ale zisťujeme ju ako súčet jednotlivých čiastkových rizikových prirážok, pričom základný vzťah, z ktorého vychádzame má nasledovný tvar:

Diskontná miera = výnosnosť bezrizikových cenných papierov + prirážka za riziko

Vo všeobecnosti možno uplatniť nasledovný postup:²⁰

1. vymedzenie hlavných rizikových faktorov,
2. overenie možnosti ich kvantifikácie,
3. formalizácia vzťahu medzi veľkosťou jednotlivých rizikových faktorov a výšky rizikovej prirážky

Náklady na vlastný kapitál tým pádom môžeme vyjadriť formou matematického vzťahu nasledovne:

$$re = rf + RP$$

Kde: re – sú náklady vlastného kapitálu,

rf – predstavuje bezrizikovú výnosovú mieru,

RP – predstavuje súčet všetkých faktorov, ktoré pôsobia na rizikovú prémie

Mařík a kol. ďalej uvádzajú, že riziková prémie zachytáva množstvo faktorov, ktoré sa v nej odzrkadľujú a dá sa vypočítať na základe nasledovného vzťahu:

$$RF = rf + ro + rfin + rLA$$

Kde : rf – bezriziková výnosová miera,

ro – prémie za obchodné riziko,

$rfin$ – prémie za finančné riziko,

¹⁹ NEUMAIEROVÁ, Inka - NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2. kompletní vyd. Praha : Grada, 2002. s. 121. ISBN 985-30-6354-658-1.

²⁰ DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation. Security Analysis fo Investment and Corporate Finance*. Second Edition. New York : Wiley & Sons, 1994. 665s. ISBN: 978-0-471-10897-9

rLA – prémie za iné riziká, napr. nižšiu likviditu akcií na trhu.

V praxi existuje veľké množstvo rôznych modifikácií aplikácie stavebnicovej metódy, azda najjednoduchším a v praxi najpoužívanejším je z pohľadu Brighama²¹ taký model, kde je riziková prirážka získaná ako súčet dvoch faktorov, a to finančného a obchodného rizika. Pri tomto modeli je však ťažšie odhadnúť rizikovú prirážku za celkové finančné alebo obchodné riziko a tým pádom tu vzniká priestor pre nepresnosť a vznik chýb. Vhodné v takýchto prípadoch je používať prepracovanejšie stavebnicové modely, akými sú napríklad komplexná stavebnicová metóda alebo model INFA. Tieto modely odzrkadľujú snahu o čo najpresnejšie a najobsiahlejšie zachytenie všetkých čiastkových rizík, ktoré sa následne preklápajú do diskontnej miery.

1.2.3.1 Komplexná stavebnicová metóda

Ako sme už vyššie v texte práce spomenuli, komplexná stavebnicová metóda sa snaží čo najúplnejšie a najpresnejšie určiť všetky jednotlivé riziká, ktoré sú potrebné premietnuť do diskontnej miery. Postup pri jej aplikácii pozostáva z týchto krokov:

1. určenie konkrétnych faktorov rizika podstatných pre oceňovaný podnik.
2. ohodnotenie stupňa rizika pre jednotlivé faktory,
3. transformácia stanoveného stupňa rizika na rizikovú prirážku.

Základné členenie faktorov rizika máme v práci uvedené v prílohách, nakoľko je obširnejšieho charakteru, no je na mieste spomenúť jeho základné členenie na obchodné a finančné riziko. Na základe tohto členenia môžeme pri výpočte nákladov použiť rôzne rizikové faktory podľa konkrétnej situácie podniku na trhu. Jednotlivých čiastkových rizikových faktorov je spolu 32. Ďalej sa rozdeľujú do siedmych oblastí. Aby sme boli presnejší a ozrejmili problematiku, finančné riziká obsahujú 7 z celkového počtu a 25 spadá pod obchodné riziko. Konkrétne rozdelenie všetkých kategórií si v našej práci dovoľíme uviesť v prílohách, kde vo forme prehľadných tabuliek demonštrujeme všetky faktory. Rovnako to využijeme aj v praktickej časti práce. Pre príklad si dovoľíme uviesť základné faktory obchodného rizika, ktorými sú dynamika a cyklickosť odboru podnikania, štruktúra a sila konkurencie, produkčný potenciál podniku a ekonomická náročnosť

²¹ BRIGHAM, Eugene F. a kol. *Financial Management: Theory and Practice*. 14 edition. Nashville : South-Western, 2008. s. 363. ISBN 978-1111972219.

výroby, organizačná štruktúra a riadiaca schopnosť manažmentu.²² Pre vypracovanie našej práce bolo potrebné zmeniť jeden faktor obchodného rizika z ekonomickej náročnosti výroby na obstarávacie a prevádzkové riziká, nakoľko pracujeme s obchodnou spoločnosťou. Na druhej strane riziká finančné sú často vyjadrením celkového podnikateľského rizika. Štruktúra týchto rizík pozostáva z rizika trhového, úverového, úrokového, menového a rizika likvidity.²³ Medzi najčastejšie používané ukazovatele radíme klasické ukazovatele zadlženia, dynamické ukazovatele zadlženia a veľkosť pracovného kapitálu.²⁴

Po tom, ako určíme jednotlivé rizikové faktory bude v našej práci potrebné stanoviť stupnicu pre hodnotenie výšky rizika. V tomto bode bude kľúčovým zvolenie citlivosti, nakoľko pri jemnejšej budú výsledky presnejšie, no o to prácnejšie bude jej vypracovanie. Podľa Maříka a kol. je vhodná stupnica so štyrmi možnými úrovňami rizika. Následne môže byť špecifikovaná škála situácií v závislosti od stupňa rizika. Po tom, ako máme pre každý rizikový faktor zostavené všetky možné situácie, hodnoty a riziká, sme pripravení na hodnotenie. Pre lepšie pochopenie si dovoľíme uviesť ilustratívny príklad:

Tabuľka 2 Hodnotiaca stupnica

Situácia	Stupeň rizika
Odbor nezávisí na hospodárskom cykle	1 - nízke riziko
Odbor mierne závisí na hospodárskom cykle	2 - primerané riziko
Odbor je značne závislý na hospodárskom cykle	3 - zvýšené riziko
Jedná sa o odbor s typicky cyklickou produkciou	4 - vysoké riziko

Zdroj: Vlastné spracovanie na zákl. MAŘÍK, Miloš a kol. *Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha : Ekopress, 2018. ISBN 80-717-9529-1.

Po dôslednom hodnotení rizík bude pre nás potrebné transformovať jednotlivé stupne rizika do rizikovej prirážky. Realizácia spôsobu transformácie stupňov rizika do finálnych rizikových prirážok je uvedená v praktickej časti práce. Po výpočte rizikovej prirážky môžeme kalkulovať náklady na vlastný kapitál. Je však na mieste poznamenať, že

²² REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha : Grada, 2012. s 62. ISBN 9788024718354

²³ VALACHYNSKÝ Karol – MARKOVIČ, Peter. *Finančné inžinierstvo*. Bratislava : Wolters Kluwer (Iura Edition), 2001. s. 135. ISBN 8089047084.

²⁴ JAKUBEC, Miroslav - KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 98. ISBN978-80-8168-460-9.

riziková prirážka zistená týmto spôsobom obsahuje systematické ale aj nesystematické riziká, tým pádom už nie je potrebné k výsledku rizikovej prémie prirátat' riziká špecifické.

Nami uvedená forma stavebnicovej metódy má za cieľ komplexne dosiahnuť všetky faktory rizika. Tieto faktory by mali byť vhodne vyberané aj na základe štruktúry rizika podniku. Pri jej aplikácii je potrebné zohľadniť nasledujúce skutočnosti:

- táto metóda sa snaží obsiahnuť cele riziko nie len systematické, ale aj špecifické,
- snažiť sa o minimalizáciu subjektívneho výberu, hodnotenia a kvantifikácie rizika, nakoľko subjektivismus v stavebnicovej metóde smeruje k netrhovému ohodnoteniu podniku,
- tento model je možné upravovať s ohľadom na podmienky, napríklad otázky, týkajúce sa politických rizík,
- výhodou je identifikovanie čiastkových faktorov, ktoré na riziko pôsobia, tým pádom sa odhad miery kapitalizácie stáva zrozumiteľnejším.

1.2.3.2 Komplexný stavebnicový model – INFA

Spoluprácou Vysokej školy ekonomickej v Prahe a Ministerstvom priemyslu a obchodu vznikol tento model, ktorého autormi sú manželia Neumaierovci. Slovom jedného z autorov je model INFA akoby mapou súvislostí ukazovateľov finančnej výkonnosti spoločnosti. Pomocou tohto modelu INFA je možné overiť finančnú bezpečnosť podniku, výsledky porovnávať so sektorovým priemerom rovnako ako aj porovnávať s najlepšimi spoločnosťami v odvetví.²⁵

Stavebnicový model INFA by sme mohli zaradiť do skupiny pyramídových ukazovateľov, nakoľko jeho podstata a aj prednosti pozostávajú zo skutočností, že používateľom dokážu poskytnúť bonitu podniku (veľkosť čistých súčasných hodnôt), jej rozklad a rôzne spôsoby jej vzniku.²⁶

Tento komplexný stavebnicový model dáva do súvislosti a premieta ukazovatele finančnej výkonnosti podniku, ukazovatele, ktoré opisujú spôsoby, akými vznikol zisk v spoločnosti a rovnako aj úroveň ako dokáže podnik zhodnotiť jeho celkový kapitál. Ďalšou skupinou ukazovateľov sú hlavne také, ktoré poukazujú na spôsob rozdelenia výstupu spoločnosti. Na základe týchto skutočností je možné tvrdiť, že model INFA

²⁵ MAŘÍK, Miloš a kol. *Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. s. 278. ISBN 80-717-9529-1.

²⁶ NEUMAIEROVÁ, Inka - NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2. kompletní vyd. Praha: Grada, 2002. s. 156. ISBN 985-30-6354-658-1.

vychádza z koncepcie riadenia hodnoty spoločnosti. Tým, že tento model vychádza z koncepcie riadenia hodnoty spoločnosti, je možné jeho pomocou overiť finančné zdravie podniku, odhalenie hlavných silných stránok podniku (jeho predností) rovnako ako aj závažných problémov. Ako bolo už vyššie spomenuté, tento model dokáže tieto skutočnosti zabezpečiť aj na základe benchmarkingu – porovnania výsledkov spoločnosti s priemernými hodnotami v odvetví a najlepšimi konkurentmi. Tento model rovnako dokáže aj monitorovať výnosnosť, mieru rizika a vyjadriť výkonnosť podniku v budúcnosti na základe prepojenia na stratégiu podniku.

V tomto modeli sa náklady na vlastný kapitál vypočítavajú ako súčet bezrizikovej výnosovej miery a rizikovej prémie, ktorú tvoria štyri zložky. Hodnoty jednotlivých zložiek sú určované na základe závislosti jednotlivých faktorov, v literatúre uvádzaných aj ako fundamentálnych faktorov. Výšku nákladov na vlastný kapitál vyrátame podľa nasledovného vzťahu:²⁷

$$re = rf + rLA + r_{podnik} + r_{finstr} + r_{finstab}$$

Kde : *re* – náklady na vlastný kapitál,

rf – bezriziková výnosová miera,

rLA – riziková prémie za nedostatočnú likvidnosť akcií,

r_{podnik} – prémie za výšku podnikateľského rizika,

r_{finstr} – prémie za riziko plynúce z kapitálovej štruktúry,

r_{finstab} – prémie za riziko, ktoré je spôsobené tým, že podnik nebude schopný splácať svoje záväzky.

Predpokladáme, že od určitej hodnoty fundamentálneho faktoru bude riziková prémie nulová. Ak obmedzíme rizikovú prémie maximálnou hodnotou, je jasné, že od určitej kritickej hodnoty ukazovateľa a nižšej hodnoty bude prémie maximálna.

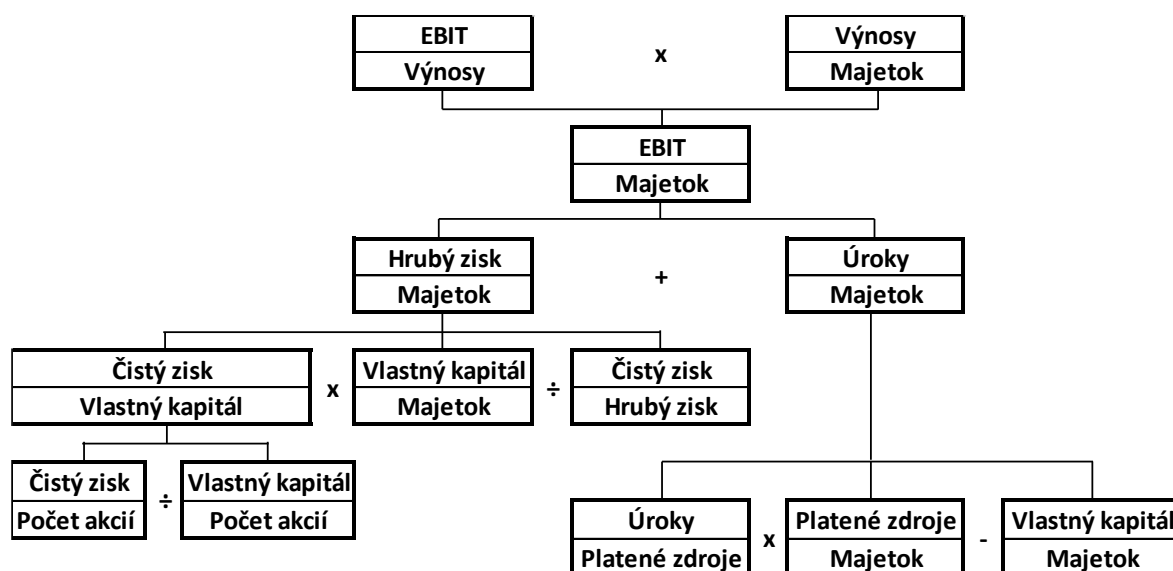
Medzi fundamentálne faktory, ktoré ovplyvňujú výšku rizika patria:²⁸ produkčná sila podniku (ROA), veľkosť podniku, zadlženosť podniku, bežná likvidita. Model INFA ukazuje

²⁷ NEUMAIEROVÁ, Inka - NEUMAIER, Ivan. *Výkonnosť a tržní hodnota firmy*. 2. kompletní vyd. Praha : Grada, 2002. s. 168. ISBN 985-30-6354-658-1.

²⁸ HORVÁTHOVÁ Jarmila - MOKRIŠOVÁ, Martina - SUHÁNYIOVÁ, Alžbeta. *Finančný controlling pre manažérov*. 1 vyd. Prešov : Bookman, s. r. o., 2016. s. 158. ISBN 978-80-8165-151-9.

previazanosť medzi ukazovateľmi, umožňuje nestratiť prehľad a na základe toho sú viditeľné príčiny zmien vrcholového ukazovateľa.

Ako sme už v práci spomínali, model INFA je sústava pyramídových ukazovateľov, konkrétne troch vzájomne prepojených pyramíd. V nasledujúcej schéme naznačíme jednotlivé prepojenia v pyramídovej sústave:



Obrázok 2 Sústava pyramídových ukazovateľov INFA

Zdroj: vlastné spracovanie na základe : *Benchmarkingový diagnostický systém finančných indikátoru INFA* dostupné na <https://www.mpo.cz/cz/rozcenik/analyticke-materialy-a-statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-infa--30195/> [2020-4-22].

Ako môžeme vo vyššie uvedenej sústave vidieť, prvá pyramída nám charakterizuje produkčnú silu podniku, ktorá nie je závislá na miere zdanenia zisku a celkovej zadlženosti. Druhá pyramída je charakterizovaná predovšetkým uvedením rozdelenia veličiny EBIT/Majetok medzi vlastníkom, veriteľom a štátom. Pomocou tretej pyramídy dokážeme charakterizovať vzťah medzi aktívami a pasívami vyjadrený prostredníctvom likvidity.

1.2.4 Metóda priemernej rentability

Podobne ako stavebnicovou metódou, aj túto metódu používame pri výpočte a určení nákladov na vlastný kapitál. Hlavnou výhodou tohto modelu je dostupnosť informácií o rentabilite spoločnosti.

Jednou z najhlavnejších nevýhod tejto metódy je regulácia účtovnej rentability pomocou tvorby a rozpúšťania rezerv. Na elimináciu danej nevýhody je nutné získať

relevantné informácie o trhovej hodnote rentability podniku. Táto metóda je používaná najmä v podnikoch pôsobiacich v rámci Európy.

1.2.5 Dividendová metóda

Dividendová metóda, alebo inak aj dividendový diskontný model je metódou, ktorá vychádza z predpokladu, že vnútorná hodnota akcie je súčasnou hodnotou všetkých príjmov, ktoré vlastníak očakáva v budúcnosti. Príjmy majiteľovi plynú jednak z predaja akcií alebo z vyplatených dividend.²⁹ Tento model je vhodný pre spoločnosti, ktoré majú relatívne stabilnú dividendovú politiku. Tento model berie do úvahy na jednej strane očakávanú hodnotu akcie na konci obdobia držania tejto akcie a na druhej strane vyplácanie dividend. Pri tejto metóde je však potrebné vedieť presne určiť relatívny vývoj dividend, očakávanú hodnotu akcie na konci obdobia a očakávané tempo rastu dividendy pre čo najlepší a najpresnejší výpočet hodnoty. Tento model v podstate predstavuje kvantitatívnu metódu, ktorá sa používa na predpovedanie ceny akcií spoločnosti.

Tento model zohľadňuje faktory vyplácania dividend a trhové očakávané výnosy, a na náklade toho sa pokúša vypočítať reálnu hodnotu akcií bez zohľadnenia prevládajúcich trhových podmienok. V prípade, ak je hodnota zistená pomocou dividendového modelu nižšia ako aktuálna obchodná cena akcie, je takáto akcia nadhodnotená a nespĺňa podmienku pre nákup. Túto podmienku by spĺňala v prípade, že by nastala opačná situácia.

²⁹ RADOVÁ Jarmila - DVOŘÁK Petr - MÁLEK Jiří. *Finanční matematika pro každého*. 8 rozšírené vyd. Praha : Grada, 2013. s 123. ISBN 9788024748313.

1.2.6 *Metóda odvodu nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu*

Táto metóda využíva predpoklad, že náklady na vlastný kapitál sú väčšie, než náklady na cudzí kapitál. Tento predpoklad je založený na skutočnosti, že vlastník nesie väčšie riziko ako veriteľ a zároveň požaduje teda aj zákonite väčší výnos. Pre ohodnotenie nákladov na vlastný kapitál touto metódou môžeme použiť nasledovný postup:³⁰

1. zistíme reálnu úroveň nákladov na cudzí kapitál,
2. následne k týmto nákladom priradíme niekoľko percentných bodov (2-4) a tak získame určitý odhad nákladov na vlastný kapitál.

³⁰ MAŘÍK, Miloš a kol. *Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání . Praha : Ekopress, 2018. s. 282. ISBN 80-717-9529-1.

2 Cieľ práce

Záverečná práca je zameraná na vymedzenie a analýzu problematiky stanovenia nákladov na vlastný kapitál s osobitným dôrazom na vymedzenie rizika ovplyvňujúceho náklady.

Hlavným cieľom práce je na základe aplikácie získaných poznatkov v konkrétnom podniku pri zohľadnení účelu použitia a špecifik predmetu podnikania navrhnúť vhodný model výpočtu nákladov na vlastný kapitál.

Pre splnenie hlavného cieľa sme si v práci stanovili niekoľko čiastkových cieľov, ktorých kompletizácia nám dopomôže k splneniu hlavného cieľa. Čiastkové ciele sme si stanovili nasledovne:

- získanie teoretických znalostí v oblasti výpočtu nákladov na vlastný kapitál jednotlivými metódami,
- aplikácia získaných znalostí pre výber metód na určenie nákladov na vlastný kapitál,
- analýza vstupných parametrov pre výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou CAPM,
- aplikácia analyzovaných parametrov na konkrétne podmienky podniku v metóde CAPM,
- výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou CAPM,
- analýza vstupných parametrov pre výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou,
- aplikácia analyzovaných parametrov na konkrétne podmienky podniku stavebnicovou metódou,
- výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou,
- analýza vstupných parametrov pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorov INFA,
- výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorov INFA,
- výber vhodnej metódy stanovenia nákladov na vlastný kapitál pre konkrétny podnik.

3 Metodika práce a metody skúmania

3.1 Charakteristika objektu skúmania

Spoločnosť JUTEX s.r.o. bola založená v roku 1990 jedným zakladateľom bez spoločníkov v meste Hlohovec. Spoločnosť začala svoje pôsobenie lokálne, zriadením jednej maloobchodnej prevádzky. Po čase nedokázali veľkoobchodní predajcovia plnohodnotne uspokojiť potreby predajne šírkou sortimentu. Tým pádom bolo vedenie (majiteľ) nútené osloviť priamo výrobcov podlahových krytín. Priamo výrobcovia požadovali platbu vopred a obrovské množstvo metrážnych kobercov, ktoré sám majiteľ nebol schopný odoberať. Spojil sa teda s konkurenciou, ktorá sídlila v okolitých mestách a s výborným nápadom dokázali spoločne odoberať priamo od výrobcov. Spoločnosť sa rýchlo začala rozrastať. V priebehu niekoľkých rokov prijala množstvo nových zamestnancov a získala približne 300 veľkoobchodných odberateľov. Z lokálnej predajne sa stala hlavná centrála spoločnosti s vybudovaním predajne v centre mesta. Filozofiou spoločnosti vždy bolo, že spokojný klient je trvalý klient a trvalý klient je trvalý zisk z dlhodobého hľadiska.

Spoločnosť usúdila, že by dokázala uspokojiť potreby nie len veľkoobchodných partnerov, ale aj koncových zákazníkov. V tomto momente začala otvárať svoje vlastné maloobchodné predajne na celom území Slovenskej republiky. Nevýhodou takéhoto typu podnikania je najmä viazaný vstupný kapitál v zásobách a počiatočných investíciách, vysoké fixné náklady ako sú nájom, energie a mzdy zamestnancov.

Ako sa spoločnosť rozrastala, rozhodli sa zaobstarat' kompletný servis pre zákazníka, nakoľko neobchodovala už len s kobercami, ale aj s podlahovými krytinami, ako sú lamináty, parkety, dvere a záclony. S kompletným servisom pre koncového zákazníka začali robiť rozvoz a priamu inštaláciu (pokládky) podlahových krytín u zákazníkov.

Pre lepšie a prehľadnejšie pochopenie predmetu podnikania spoločnosti uvádzame to, čo má spoločnosť uvedené pri svojom obchodnom mene v ORSR:

- kúpa tovaru na účely jeho predaja konečnému spotrebiteľovi (maloobchod),
- kúpa tovaru na účely jeho predaja iným prevádzkovateľom živnosti (veľkoobchod),
- sprostredkovateľská činnosť v rozsahu voľnej živnosti,
- reklamné činnosti,

- uskutočňovanie jednoduchých stavieb, drobných stavieb a ich zmien,
- ekologická výroba kobercov,
- prenájom nehnuteľností s poskytovaním iných než základných služieb spojených s prenájomom,
- prenájom motorových vozidiel,
- natáčanie spoločenských udalostí video kamerou,
- nákladná cestná doprava,
- kladenie dlážkových krytín suchou cestou a lepením.

Spoločnosť expanduje a pre potreby svojich podnikateľských rozhodnutí, vrátane investičných, potrebuje určiť náklady na vlastný kapitál, ktoré predstavujú najproblematickejšiu časť výpočtu nákladov na kapitál. V teoretickej časti sme popísali najpoužívanéjšie metódy a modely výpočtu nákladov na vlastný kapitál s rôznou mierou požiadaviek na vstupné údaje a náročnosť výpočtu. V praktickej časti sme pre podnik rozpracovali model CAPM s využitím rôznych prístupov a stavebnicovú metódu dvomi rôznymi spôsobmi.

3.2 Pracovné postupy

Postup spracovania diplomovej práce môžeme rozčleniť nasledovne:

1. vymedzenie oblasti záujmu diplomovej práce, výber podniku ako objektu skúmania,
2. vyhľadanie, zabezpečenie a naštudovanie potrebnej odbornej literatúry a ostatných zdrojov potrebných pre vypracovanie práce,
3. analýza získaných vedomostí pre potreby vyhotovenia praktickej časti práce,
4. zber dát vo vybranom podniku a ich následná analýza a triedenie,
5. realizácia výpočtov nákladov na vlastný kapitál, ich vyhodnotenie a následná interpretácia,
6. formulácia návrhu na výber metódy výpočtu nákladov na vlastný kapitál.

3.3 Spôsob získavania údajov a ich zdroje

Hlavným zdrojom pre vyhotovenie práce boli účtovné závierky spoločnosti JUTEX s.r.o., rovnako ako neustále konzultácie s vedením. Účtovné závierky sme v práci získali z registra účtovných závierok na stránke <http://www.registeruz.sk/>. Ďalším významným

zdrojom dát bola stránka amerického profesora Damodarana. Po zabezpečení všetkých potrebných údajov sme mohli začať s vypracovaním práce.

3.4 Použité metódy vyhodnotenia a interpretácie

Prvým krokom k naplneniu stanoveného cieľa práce bolo zhromaždenie a zabezpečenie odbornej literatúry týkajúcej sa danej problematiky. Následne bolo potrebné danú literatúru preštudovať a na základe získaných vedomostí zosumarizovať potrebné informácie. V praktickej časti práce sme použili rôzne metódy v závislosti od jednotlivých potrieb ako sú napríklad: analýza, syntéza, dedukcia, porovnávanie.

Pri výpočtoch potrebných pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál metódou CAPM sme využili analýzu pri jednotlivých vstupných parametroch. Bezriziková výnosová miera, koeficient beta a celkové riziko jednotlivých krajín boli prevzaté metódou analógie zo stránky profesora Damodarana. Koeficient beta bol rovnako prerátaný aj na podmienky konkrétneho podniku pomocou znalostí získaných z odbornej literatúry. Metódou komparácie boli rizikové prémie rozvinutého trhu prerátané pomocou aritmetického aj geometrického priemeru.

Pri výpočtoch potrebných na stanovenie nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou bola použitá metóda analýzy jednotlivých vstupných parametrov, rovnako ako aj syntéza všetkých parametrov potrebná na vykonanie výpočtov.

Pre získanie výšky nákladov na vlastný kapitál pomocou benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorov INFA sme použili metódu analógie a prevzali údaje zo stránky mpo.cz.

Metóda syntézy a dedukcie boli použité pre porovnanie jednotlivých metód na výpočet nákladov na vlastný kapitál a zhodnotenie výberu najvhodnejšej metódy pre podmienky daného podniku.

4 Výsledky práce

4.1 Výpočet nákladov na vlastný kapitál s využitím modelu CAPM

Model CAPM sa používa v niekoľkých variantoch s rôznym spôsobom určenia vstupných parametrov. V prvom rade vypočítame vstupné parametre modelu CAPM a následne stanovíme náklady na vlastný kapitál s využitím rôzne vypočítaných vstupných parametrov.

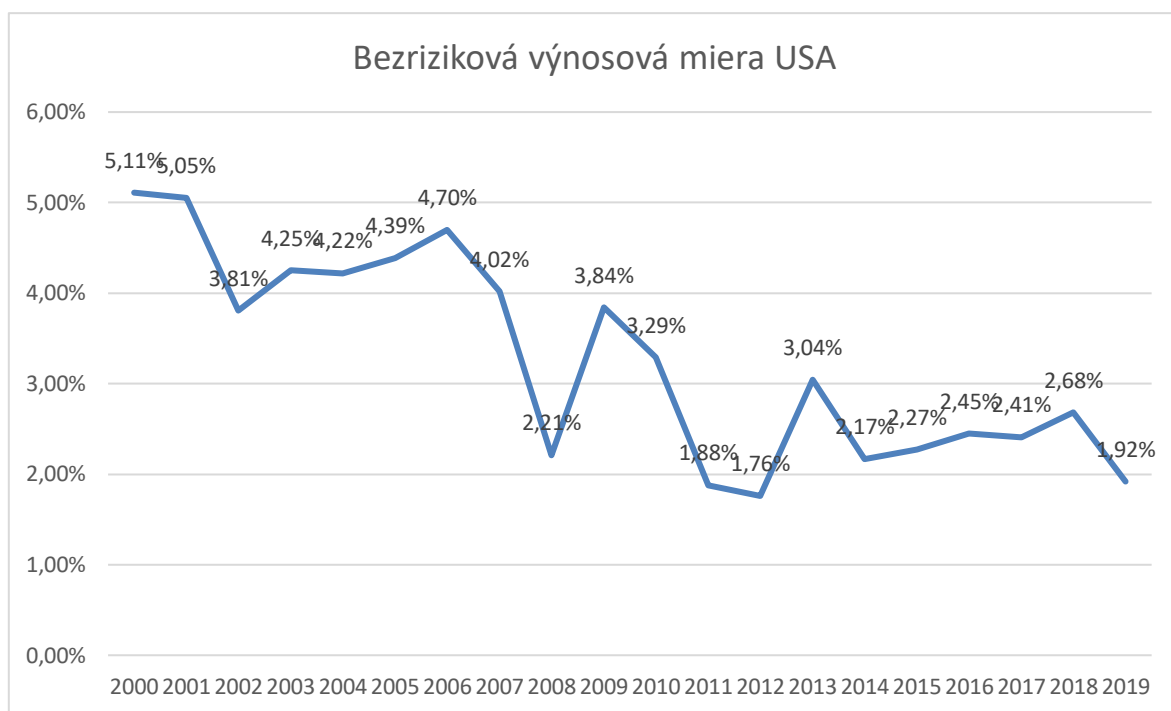
Vstupné parametre výpočtu modelu CAPM sú:

- bezriziková výnosová miera – r_f ,
- koeficient beta – β ,
- riziková prémie rozvinutého trhu – RPT,
- riziková prémie krajiny – RPZ.

4.1.1 Bezriziková výnosová miera

Prvým parametrom, ktorý vstupuje do výpočtu nákladov na vlastný kapitál v modeli CAPM je bezriziková výnosová miera. Tento parameter predstavuje mieru výnosu z investície, ktorá nesie nulové riziko. Samozrejme, žiadna investícia nenesie nulové riziko, avšak pre potreby výpočtu sa tento parameter stanovuje na základe výšky aktuálnej výnosnosti dlhodobých štátnych dlhopisov. Aktuálne hodnoty bezrizikovej výnosovej miery sme sa rozhodli v práci využiť hlavne z dôvodu možnosti medziročného porovnania v konkrétnych podmienkach podniku JUTEX s.r.o., rovnako, aby sme dokázali sledovať vývoj v čase. Využiť možno bezrizikovú výnosovú mieru rozvinutého kapitálového trhu alebo národného trhu. V našej práci sme sa rozhodli počítať s výnosnosťou vládnych dlhopisov USA. Hodnoty bezrizikovej výnosovej miery, rovnako ako aj ostatných parametrov, sme čerpali zo stránky profesora Damodarana.

Bezriziková výnosová miera mala v rokoch 2000 až 2019 kolísavý vývoj. Najvyššiu hodnotu dosahovala bezriziková výnosová miera v roku 2000 a to 5,11%. Najnižšiu hodnotu dosiahla v roku 2012 len 1,76%. V poslednom sledovanom roku dosiahla výšku 1,92%. Vývoj bezrizikovej výnosovej miery je graficky znázornený v nasledujúcom grafe.



Graf 1 Vývoj bezrizikovej výnosovej miery 10 ročných štátnych dlhopisov USA

Zdroj: vlastné spracovanie

Analýza grafu preukázala klesajúcu tendenciu vývoja nákladov na vlastný kapitál. S prudkými prepadmi v rokoch 2008 a 2011, 2012, t.j. v rokoch, ktoré sú spojené s hospodárskou krízou.

4.1.2 Koeficient beta – β

Ďalším vstupným parametrom pri tejto metóde je koeficient beta – β . Tento parameter je veľmi dôležitý, nakoľko udáva citlivosť investície na trhu. Pre výpočet sme si zvolili odvetvie retail – building supply, nakoľko ako jediné zodpovedalo predmetu podnikania zvoleného podniku. Rovnako sme všetky údaje čerpali zo stránky profesora Damodarana, hlavne z dôvodu nedostačujúcich informácií pre národný trh. Historický vývoj koeficientu β je zobrazený v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 3 Vývoj koeficientu β

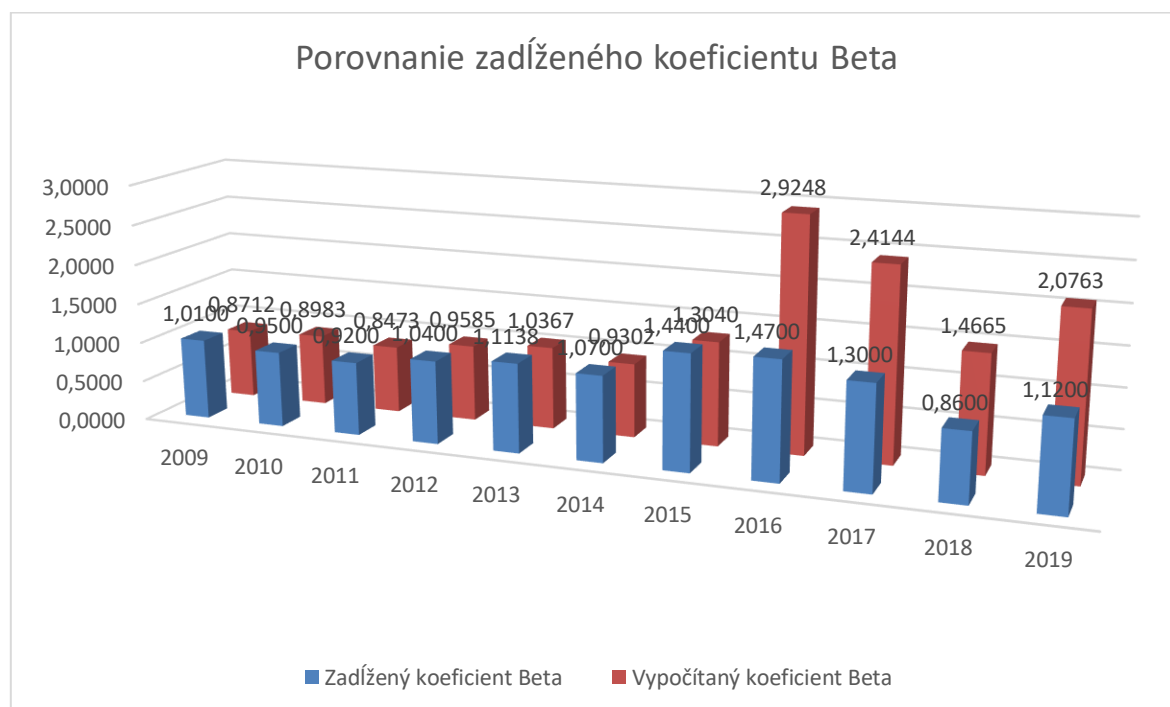
Rok	Nezadlžený koeficient Beta	Zadlžený koeficient Beta	Vypočítaný zadlžený koeficient Beta spoločnosti JUTEX s.r.o.
2009	0,8500	1,0100	0,8712
2010	0,8300	0,9500	0,8983
2011	0,8300	0,9200	0,8473
2012	0,9500	1,0400	0,9585
2013	1,0244	1,1138	1,0367

2014	0,9100	1,0700	0,9302
2015	1,2700	1,4400	1,3040
2016	1,2900	1,4700	2,9248
2017	1,1100	1,3000	2,4144
2018	0,7500	0,8600	1,4665
2019	0,9500	1,1200	2,0763

Zdroj: vlastné spracovanie

Hodnoty zadlženého koeficientu beta sa pohybujú v intervale ohraničenom minimálnou hodnotou 0,86 v roku 2018 a maximálnou hodnotou 1,47 v roku 2016. Z tabuľky je možné vidieť aj to, že rizikovosť odvetvia bola nižšia ako rizikovosť celého trhu. Bolo to v momente, kedy sa zadlžený koeficient beta pohyboval v intervale (0-1), čomu zodpovedajú roky 2010, 2011 a 2018.

Značné rozdiely vidíme aj v hodnote priemerného zadlženého koeficientu beta odvetvia maloobchodu (retail - building supply) získaného ako priemernú hodnotu za odvetvie v USA podľa prof. Damodarana, a nami vypočítaných hodnôt podniku JUTEX s.r.o. Pre lepší prehľad jednotlivých rozdielov prikladáme nasledujúci graf.



Graf 2 Porovnanie zadlžených koeficientov beta

Zdroj: vlastné spracovanie

Hodnoty nami vypočítaného zadlženého koeficientu beta podniku JUTEX s.r.o. sa pohybovali v rokoch 2009-2015 pod hodnotami koeficientu beta za odvetvie. V roku 2016 hodnota vypočítaného zadlženého koeficientu beta podniku JUTEX s.r.o., výrazne stúpila v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Tento nárast bol spôsobený hlavne zmenou

kapitálovej štruktúry vybraného podniku, keď nahradili veľkú časť vlastného kapitálu cudzím kapitálom. V ďalších rokoch sledovaného obdobia sa v podniku neuskutočnili žiadne väčšie zmeny v kapitálovej štruktúre a hodnota vypočítaného zadlženého koeficientu podniku dosahuje vyššie hodnoty ako je priemer odvetvia až do konca sledovaného obdobia.

4.1.3 Riziková prémie kapitálového trhu

Rizikovú prémie kapitálového trhu, ako prémie stanovenú trhom, pričom prístupy k jej určeniu sa môžu líšiť a uvedená skutočnosť môže ovplyvniť výslednú hodnotu. V práci chceme poukázať na rozdiely vo výške rizikovej prémie kapitálového trhu pri rôznych prístupoch.. Prvým prístupom bol výpočet rizikovej prémie trhu získaný rozdielom celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh. Druhý prístup je založený na rozdiely aritmetických priemerov jednotlivých výnosností trhového portfólia a aritmetických priemerov bezrizikových výnosových mier. V treťom prístupe sme namiesto aritmetického priemeru použili priemer geometrický. Ďalšia skutočnosť, ktorá ovplyvňuje výšku rizikovej prémie kapitálového trhu je dĺžka časového obdobia zvolená pre výpočet priemerov. V našej práci sme sa rozhodli pracovať s dlhodobým obdobím od roku 1928 až po analyzovaný rok pre získanie stabilnejších výsledkov.

Riziková prémie kapitálového trhu dosiahla maximum v roku 2016 a to hodnotu 6,25%. Najnižšiu hodnotu dosiahla v roku 2010 a to 4,5%.

Hodnoty vypočítané aritmetickým a geometrickým priemerom prikľadáme v nasledujúcej tabuľke spolu s porovnaním hodnôt získaných rozdielom celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh.

Tabuľka 4 Porovnanie rizikovej prémie kapitálového trhu

Rok	Riziková prémie kapitálového trhu ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh	Riziková prémie kapitálového trhu pomocou aritmetického priemeru	Riziková prémie kapitálového trhu pomocou geometrického priemeru
2009	5,00%	6,03%	4,29%
2010	4,50%	6,03%	4,31%
2011	5,00%	5,80%	4,10%
2012	6,00%	5,88%	4,20%
2013	5,80%	6,29%	4,62%
2014	5,00%	6,25%	4,60%
2015	5,75%	6,18%	4,54%

2016	6,25%	6,24%	4,62%
2017	5,69%	6,38%	4,77%
2018	5,08%	6,26%	4,66%
2019	5,96%	6,43%	4,83%

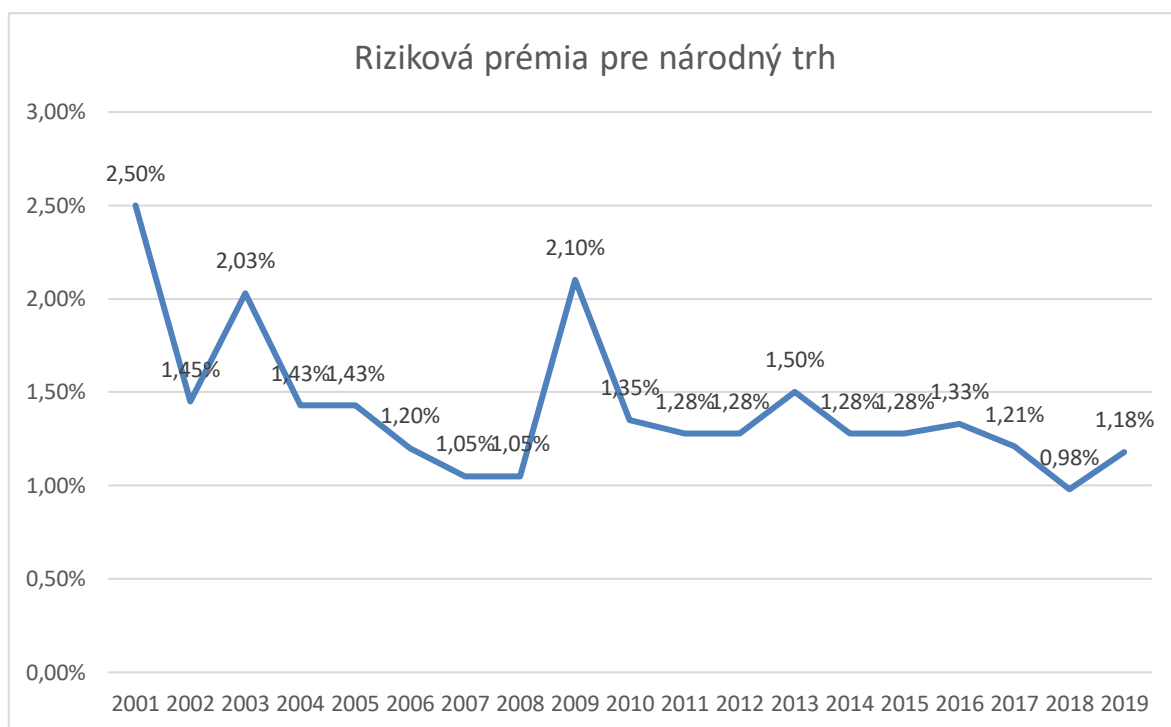
Zdroj: vlastné spracovanie

Hodnoty jednotlivých rizikových prémie kapitálového trhu sa značne líšia. Nie len vo výške prirážok v jednotlivých rokoch, ale aj v kolísaní – ani jedna nekopíruje vývojový trend ostatných. Práve pre tento fakt sme sa rozhodli náklady na vlastný kapitál v práci rozpočítať pre každú jednu z vybraných možností výpočtu. V odbornej literatúre nájdeme rôzne názory na použitie jednotlivých spôsobov výpočtu, avšak je možné konštatovať, že sa nájde viacero zástancov použitia geometrického priemeru.

4.1.4 Riziková prémie pre národný trh

Posledným vstupným parametrom pre výpočet nákladov na vlastný kapitál touto metódou je riziková prémie pre národný trh. Riziková prémie pre národný trh predstavuje podiel volatility trhu akcií a vládnych dlhopisov. V nasledujúcej tabuľke uvádzame vývoj rizikovej prémie pre národný trh Slovenskej republiky.

Maximálna hodnota rizikovej prirážky pre národný trh bola dosiahnutá v roku 2001 vo výške 2,5%. Na druhej strane minimálnu hodnotu dosiahla v roku 2018 na úrovni 0,98%. Celkový vývoj je mierne kolísavý s jemne klesajúcou tendenciou, pre názornejšie zobrazenie sme hodnoty zaznamenali do grafu.



Graf 3 Riziková prémie pre národný trh

Zdroj: vlastné spracovanie

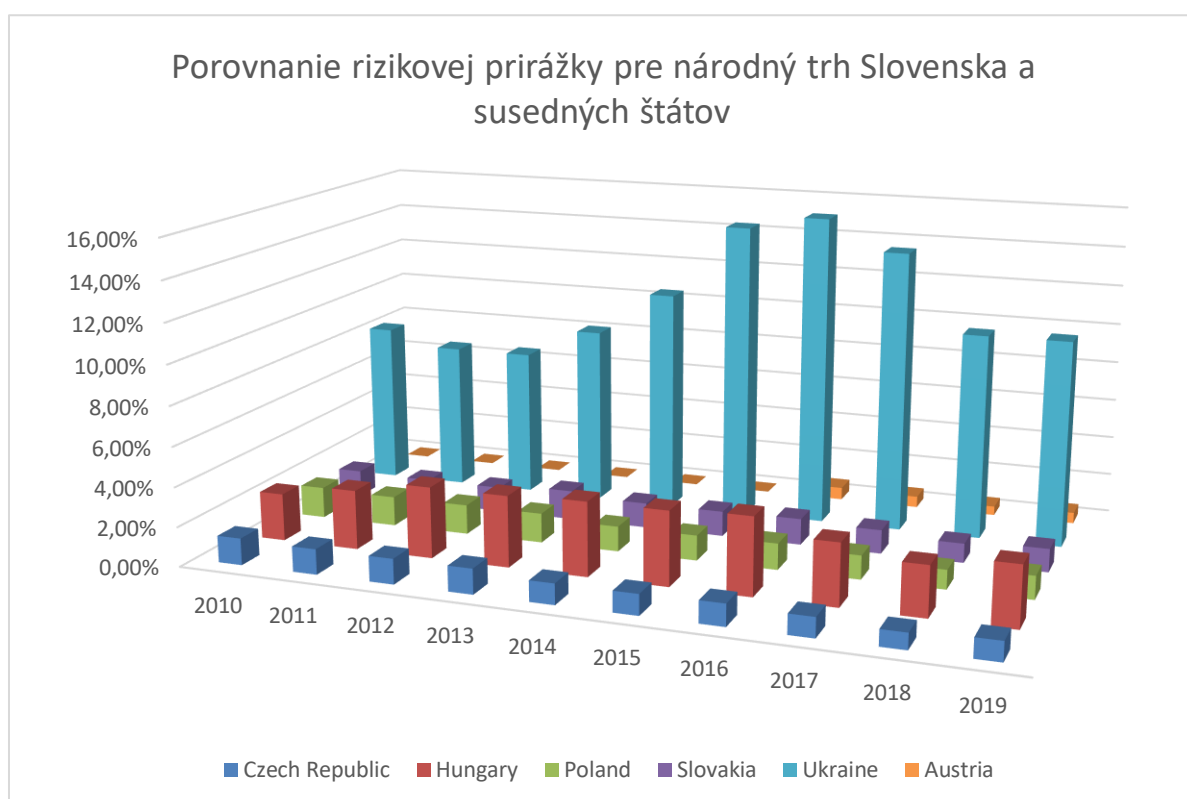
Pre porovnanie hodnoty rizikovej prémie pre národný trh Slovenskej republiky sme si vybrali všetky susedné krajiny, tiež krajiny s rozvinutou ekonomikou ako Nemecko a Francúzsko. Celkový prehľad jednotlivých rizikových prémieí pre národné trhy sú zobrazené v tabuľke uvedenej nižšie.

Tabuľka 5 Porovnanie rizikovej prémie pre národný trh

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Czech Republic	1,35%	1,28%	1,28%	1,28%	1,05%	1,05%	1,11%	1,00%	0,81%	0,98%
Hungary	2,40%	3,00%	3,60%	3,60%	3,75%	3,75%	3,92%	3,13%	2,54%	3,06%
Poland	1,58%	1,50%	1,50%	1,50%	1,28%	1,28%	1,33%	1,21%	0,98%	1,18%
Slovakia	1,35%	1,28%	1,28%	1,50%	1,28%	1,28%	1,33%	1,21%	0,98%	1,18%
Ukraine	8,25%	7,50%	7,50%	9,00%	11,25%	15,00%	15,69%	14,21%	10,38%	10,41%
Austria	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,63%	0,56%	0,46%	0,55%
France	0,00%	0,00%	0,00%	0,38%	0,60%	0,60%	0,78%	0,71%	0,57%	0,69%
Germany	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: vlastné spracovanie

Najvyššiu hodnotu rizikovej prirážky pre národný trh má práve Ukrajina, ktorá dosiahla v roku 2019 až úroveň 10.41%. Najnižšiu hodnotu rizikovej prirážky pre národný trh dosiahlo Nemecko a to na úrovni 0,00%. Pre porovnanie Slovenska a ostatných susedných krajín je možné konštatovať, že sa Slovensko drží okolo priemeru. Vykazuje nižšie hodnoty rizikovej prirážky pre národný trh Maďarska, približne rovnaké miery ako Poľsko a mierne vyššie ako Česká republika. Spomedzi susedných krajín vykazuje najnižšiu hodnotu rizikovej prirážky pre národný trh Rakúsko. Porovnanie jednotlivých susedných krajín nám poskytuje nasledujúci graf.



Graf 4 Porovnanie rizikovej prirážky pre národný trh Slovenska a susedných štátov

Zdroj: vlastné spracovanie

4.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM

Po zadefinovaní a výpočte všetkých vstupných parametrov potrebných na výpočet nákladov na vlastný kapitál modelom CAPM sme na základe nadobudnutých znalostí v problematike vypočítali výšku nákladov na vlastný kapitál. Ako bolo už vyššie v práci spomenuté, budeme vychádzať z troch rôznych prístupov k výpočtu rizikovej prirážky pre kapitálový trh.

4.2.1 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka získaná ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh

Pri tomto spôsobe, rovnako ako pri nasledujúcich dvoch, sme brali do úvahy vypočítaný zadlžený koeficient beta. Rozdiel je však v prístupe, akým sme získali výšku rizikovej prirážky kapitálového trhu. V nasledujúcej tabuľke poskytujeme prehľad všetkých vstupných parametrov a na ich základe vypočítanú výšku nákladov na vlastný kapitál.

Tabuľka 6 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka prevzatá zo stránky damodaran

Rok	Bezriziková výnosová miera USA	Vypočítaný koeficient Beta	ERP	CRP	Nvk
2009	3,84%	0,8712	5,00%	2,10%	10,30%
2010	3,29%	0,8983	4,50%	1,35%	8,68%
2011	1,88%	0,8473	5,00%	1,28%	7,40%
2012	1,76%	0,9585	6,00%	1,28%	8,79%
2013	3,04%	1,0367	5,80%	1,50%	10,55%
2014	2,17%	0,9302	5,00%	1,28%	8,10%
2015	2,27%	1,3040	5,75%	1,28%	11,05%
2016	2,45%	2,9248	6,25%	1,33%	22,06%
2017	2,41%	2,4144	5,69%	1,21%	17,36%
2018	2,68%	1,4665	5,08%	0,98%	11,11%
2019	1,92%	2,0763	5,96%	1,18%	15,47%

Zdroj: vlastné spracovanie

Vývoj nákladov na vlastný kapitál možno prehľadnejšie vidieť v nasledujúcom grafe.



Graf 5 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM pri výpočte rizikovej prirážky kapitálového trhu ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh

Zdroj: vlastné spracovanie

Náklady na vlastný kapitál dosiahli svoje maximum v roku 2016 pričom ich hodnota bola na úrovni 22,06%. Najnižšiu hodnotu dosiahli v roku 2011 a to na úrovni 7,40%.

4.2.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál modelom CAPM – riziková prirážka aritmetickým priemerom

Výšku rizikovej prirážky sme v tomto prípade počítali rozdielom priemernej výnosnosti trhového portfólia a priemernej výnosnosti vládnych dlhopisov vypočítaných aritmetickým priemerom. Na základe stanovených vstupných parametrov náklady na vlastný kapitál týmto spôsobom dosahujú hodnoty zobrazené v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 7 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka aritmetickým priemerom

Rok	Bezriziková výnosová miera USA	Vypočítaný koeficient Beta	ERP	CRP	Nvk
2009	3,84%	0,8712	6,03%	2,10%	11,19%
2010	3,29%	0,8983	6,03%	1,35%	10,06%
2011	1,88%	0,8473	5,80%	1,28%	8,07%
2012	1,76%	0,9585	5,88%	1,28%	8,68%

2013	3,04%	1,0367	6,29%	1,50%	11,06%
2014	2,17%	0,9302	6,25%	1,28%	9,26%
2015	2,27%	1,3040	6,18%	1,28%	11,61%
2016	2,45%	2,9248	6,24%	1,33%	22,02%
2017	2,41%	2,4144	6,38%	1,21%	19,01%
2018	2,68%	1,4665	6,26%	0,98%	12,84%
2019	1,92%	2,0763	6,43%	1,18%	16,44%

Zdroj: vlastné spracovanie

Rovnako ako v predchádzajúcom prípade prikladáme graf pre lepšie grafické zobrazenie výšky nákladov na vlastný kapitál.



Graf 6 Riziková prirážka aritmetickým priemerom

Zdroj: Vlastné spracovanie

Náklady na vlastný kapitál v sledovanom období dosiahli svoje maximum v roku 2016 a to na úrovni 22,02%. Najnižšiu hodnotu rovnako ako v minulom prípade dosiahli v roku 2011 a to na úrovni 8,07%.

4.2.3 Výpočet nákladov na vlastný kapitál modelom CAPM – riziková prirážka geometrickým priemerom

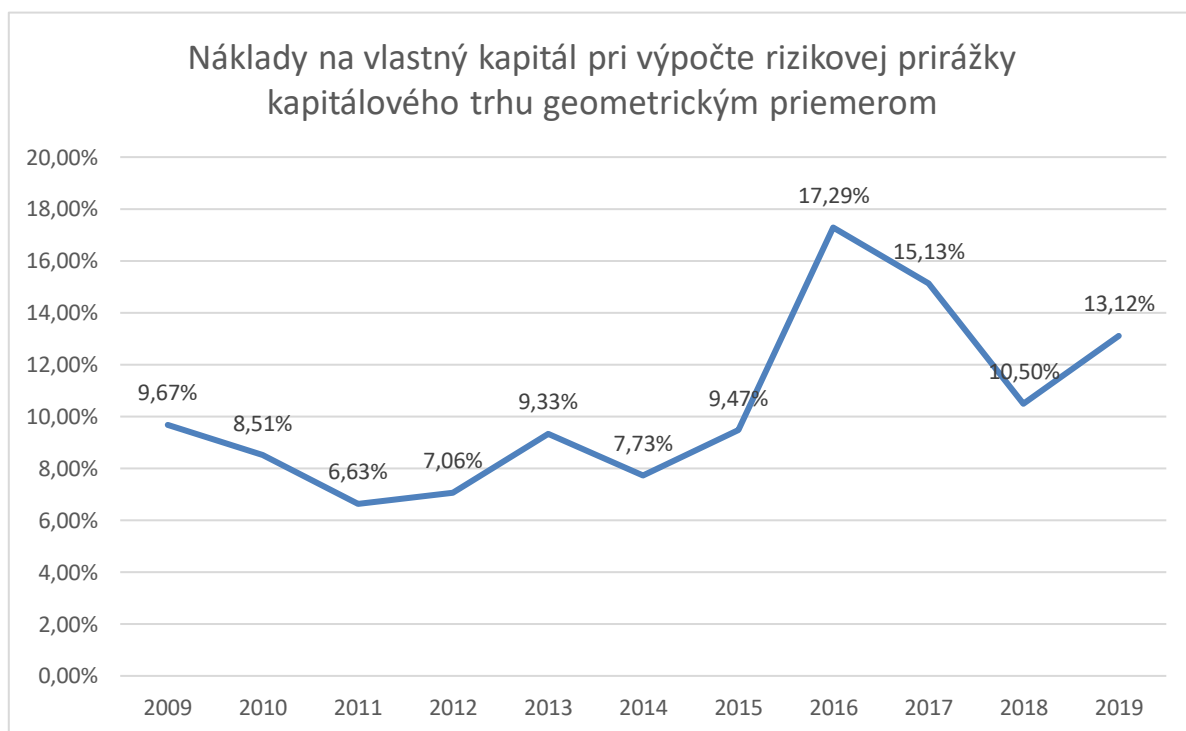
Výšku rizikovej prirážky sme v tomto prípade vypočítali rozdielom priemernej výnosnosti trhového portfólia a priemernej výnosnosti vládnych dlhopisov vypočítaných geometrickým priemerom. Na základe stanovených vstupných parametrov náklady na vlastný kapitál týmto spôsobom dosahujú hodnoty zobrazené v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 8 Výpočet nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou CAPM – riziková prirážka geometrickým priemerom

Rok	Bezriziková výnosová miera USA	Vypočítaný koeficient Beta	ERP	CRP	Nvk
2009	3,84%	0,8712	4,29%	2,10%	9,67%
2010	3,29%	0,8983	4,31%	1,35%	8,51%
2011	1,88%	0,8473	4,10%	1,28%	6,63%
2012	1,76%	0,9585	4,20%	1,28%	7,06%
2013	3,04%	1,0367	4,62%	1,50%	9,33%
2014	2,17%	0,9302	4,60%	1,28%	7,73%
2015	2,27%	1,3040	4,54%	1,28%	9,47%
2016	2,45%	2,9248	4,62%	1,33%	17,29%
2017	2,41%	2,4144	4,77%	1,21%	15,13%
2018	2,68%	1,4665	4,66%	0,98%	10,50%
2019	1,92%	2,0763	4,83%	1,18%	13,12%

Zdroj: vlastné spracovanie

Rovnako ako pri predchádzajúcich dvoch spôsoboch prikladáme graf pre názornejšie zobrazenie vývoja nákladov na vlastný kapitál.



Graf 7 Riziková prirážka geometrickým priemerom

Zdroj: vlastné spracovanie

Náklady na vlastný kapitál dosiahli svoju maximálnu výšku v roku 2016 a to na úrovni 17,29%. Najnižšiu hodnotu dosiahli opäť v roku 2011 a to na úrovni 6,63%.

4.3 Výpočet nákladov na vlastný kapitál komplexnou stavebnicovou metódou profesora Maříka

V poradí druhá metóda, ktorú sme v práci použili na stanovenie nákladov na vlastný kapitál, je stavebnicová metóda. Modifikácií stavebnicovej metódy je v praxi viac. V našej práci sme sa rozhodli použiť komplexnú stavebnicovú metódu. Táto metóda je metódou empirickou, dá sa veľmi jednoducho aplikovať na podniky v našom prostredí. Parametre vstupujúce do výpočtu nákladov na vlastný kapitál touto metódou sú bezriziková výnosová miera a jednotlivé prirážky za rizikové faktory. Ako prvé bude pre nás potrebné charakterizovať jednotlivé rizikové faktory ovplyvňujúce činnosť podniku. Bezriziková výnosová miera bude použitá rovnaká ako v prípade výpočtu nákladov na vlastný kapitál metódou s aplikáciou modelu CAPM.

4.3.1 Vymedzenie rizikových faktorov vstupujúcich do výpočtu nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou

Pri komplexnej stavebnicovej metóde berieme do úvahy dve skupiny rizikových faktorov a to riziko obchodné a riziko finančné. Do obchodného rizika sme pre účely vypracovania práce na mieru analyzovanému podniku zaradili nasledovné skupiny faktorov:

- riziká odboru,
- riziká na úrovni trhu,
- riziká konkurencie,
- manažment,
- prevádzkové a obstarávacie riziká,
- ostatné faktory.

Každá z uvedených skupín obsahuje istý počet konkrétnych faktorov vplývajúcich na určenie výšky rizikových prirážok. Jednotlivé faktory budú popísané v priebehu vypracovania práce. Skupina finančného rizika obsahuje 7 faktorov, ktoré vplývajú na výšku rizikovej prirážky. Pri vymedzení jednotlivých faktorov rizika je potrebné k nim priradiť aj ich váhu. Nie všetky rizikové faktory majú pre podnik rovnaký význam, preto sme na základe konzultácie tejto problematiky s vedením spoločnosti dospeli k nasledujúcemu priradeniu výšky jednotlivých váh.

Tabuľka 9 Prehľad rizikových faktorov a k nim priradených váh

	Počet hodnotených kritérií	Váha	Počet x váha
OBCHODNÉ RIZIKO	25		27,2
I. Riziká odboru	4	1	4
II. Riziká trhu	3	1	3
III. Riziká konkurencie	7	1,2	8,4
IV. Manažment	3	1	3
V. Prevádzkové a obstarávacie riziká	4	1,2	4,8
VI. Špecifické faktory	4	1	4
FINANČNÉ RIZIKO	7	1,3	9,1
Počet kritérií	32		36,3

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe konzultácie v podniku JUTEX s.r.o. sme priradili vyššiu váhu rizikám konkurencie a obstarávaciemu a prevádzkovému procesu, nakoľko pri obchodnej spoločnosti je konkurenčné prostredie veľmi závažný faktor pôsobenia na výkony podniku. Rovnako je to aj s obstarávacím procesom. Na základe našej analýzy sme skupine finančných rizík priradili váhu 1,3, čo vyváži pomer obchodného a finančného rizika a tiež vypovedá o závažnosti daného rizika v pomere k ostatným. Pomer obchodného a finančného rizika dosahuje hodnotu 2,99. Celkový počet rizík po započítaní jednotlivých váh bude 36,3.

4.3.2 Kvantifikácia rizikovej prirážky

Po definovaní jednotlivých rizikových faktorov vstupujúcich do výpočtu nákladov na vlastný kapitál bude potrebné jednotlivé faktory kvantifikovať a premeniť na merateľné číselné hodnoty. Výšku rizikovej prirážky zohľadníme v závislosti od stupňa rizika, ktorému podnik čelí v daných podmienkach.

Pre výšku rizika budeme používať štvorstupňovú hodnotiacu stupnicu, ktorej slovné označenia budú nasledovné – nízke riziko, primerané riziko, zvýšené riziko a vysoké riziko. Daným hodnotám budú priradené zodpovedajúce čísla od jedna po štyri, pričom nízke riziko bude niesť hodnotu 1 a vysoké riziko hodnotu 4.

Na základe teoretických znalostí v danej problematike sme boli schopní previesť stupeň rizika na rizikovú prirážku a jednotlivé výšky uvádzame v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 10 Prevod stupňa rizika a rizikovej prirážky

X - stupeň rizika	a^x	$\frac{z}{(= a^x - 1)}$	RP pre 1 faktor =$z \cdot (r/n)$
1 Nízke riziko	2,066	1,066	0,056%
2 Primerané riziko	4,270	3,270	0,173%
3 Zvýšené riziko	8,822	7,822	0,414%
4 Vysoké riziko	18,229	17,229	0,911%

Zdroj: vlastné spracovanie

Samozrejme je potrebné poznamenať, že nasledujúce čísla sú dané pre rok 2019, kde sme kalkulovali s bezrizikovou výnosovou mierou na úrovni 1,92% a maximálnym odhadom nákladov na vlastný kapitál na úrovni 35%.

4.3.3 Vymedzenie a kvantifikácia rizikovej prirážky obchodného rizika

V tejto časti bude kľúčovým charakterizovať jednotlivé faktory obchodného rizika a následne ho správne kvantifikovať pomocou vyššie uvedenej tabuľky na výslednú rizikovú prirážku. Obchodné riziko budeme charakterizovať a kvantifikovať po jednotlivých skupinách obchodného rizika. Je potrebné však poukázať na fakt, že aj k napriek sebe väčšej snahe sa z daného hodnotenia nedá úplne odstrániť miera subjektivity hodnotiteľa, preto sme všetky hodnoty jednotlivých faktorov konzultovali s vedením spoločnosti. V jednoduchých a prehľadných tabuľkách vyznačíme stupeň rizika podniku hrubým písmom.

Tabuľka 11 Dynamika odboru

Dynamika odboru	Úroveň rizika
Stabilný odbor, väčšie zmeny sa nepredpokladajú (tempo asi na úrovni inflácie)	Nízke
Dlhodobu mierne rastúci odbor (tempo asi na úrovni rastu HDP)	Primerané
Odbor v kríze, tendencie k poklesu, ťažko predvídateľný vývoj	Zvýšené
Veľmi rýchlo rastúci odbor, pravdepodobné zvraty a výkyvy	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Čo sa odboru týka, predaj podlahových krytín síce prekonal isté obdobia krízy, no v konečnom dôsledku je stále mierne rastúcim, preto sme v tomto bode volili primerané riziko.

Tabuľka 12 Závislosť odboru od hospodárskeho cyklu

Závislosť odboru od hospodárskeho cyklu	Úroveň rizika
Nezávislosť odboru od hospodárskeho cyklu	Nízke
Mierna závislosť od hospodárskeho cyklu	Primerané
Podstatná závislosť od hospodárskeho cyklu	Zvýšené

Typická cyklická produkcia	Vysoké
----------------------------	--------

Zdroj: Vlastné spracovanie

Faktor závislosti na hospodárskom cykle v podstate vyjadruje to, do akej miery podnik reaguje na zmeny v hospodárstve. Čím viac je podnik závislý na hospodárskom cykle alebo sezónnosti, tým väčšia je aj miera rizika. Podnik má istú mieru závislosti od hospodárskeho cyklu, preto sme určili primeranú úroveň rizika.

Tabuľka 13 Potenciál inovácií v odbore

Potenciál inovácií v odbore	Úroveň rizika
Štandardný odbor s minimom technologických zmien	Nízke
Štandardný odbor s miernymi technologickými zmenami	Primerané
Odbor so značným technologickým rastom, ale bez radových inovácií	Zvýšené
Odbor vyznačujúci sa zásadnými technologickými inováciami	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Inovácie a technologické zmeny hýbu svetom pravdepodobne v každom odvetví pôsobenia podnikov. Rovnako je to aj v prípade podniku JUTEX s.r.o. Či sa už jedná o inovácie v jednotlivých tovaroch, alebo v spôsobe montáže, najlepší na trhu sú tí, ktorí poskytujú komplexný servis a špičkové tovary. Preto v tomto ohľade je úroveň rizika stanová ako riziko zvýšené.

Tabuľka 14 Určovanie trendov v odbore

Určovanie trendov v odbore	Úroveň rizika
Podnik sa výrazne podieľa na určovaní nových trendov v odbore	Nízke
Podnik je schopný rýchlo reagovať na nové trendy v odbore	Primerané
Podnik je schopný primerane zachytiť nové trendy v odbore	Zvýšené
Podnik ťažko zachytáva a doháňa nové trendy v odbore	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podnik sa vo veľkej miere podieľa na výraznom určovaní nových trendov v odbore, o čom značia aj vlastné návrhy na tvorbu materiálov a vzorov podlahových krytín. Na druhej strane, konkurencia v tomto odbore je silná a rovnako sa im darí s určovaním trendov v ostatných parametroch, preto sme na základe konzultácie tohto faktora dospeli k záveru, že podnik nesie primeranú úroveň rizika čo sa týka určovania trendov, nakoľko dokáže okamžite reagovať na podmienky konkurencie. Po definovaní a kvantifikácii rizík na úrovni odboru prechádzame na trhové riziká.

Tabuľka 15 Kapacita trhu, možnosť expanzie

Kapacita trhu, možnosť expanzie	Úroveň rizika
Nenasýtený domáci trh, dominantný podiel, minimálny vývoz	Nízke
Nenasýtený domáci trh, podiel na trhu porovnateľný s hlavnými konkurentmi, minimálny vývoz	Primerané
Nasýtený domáci trh, nájdené nové zahraničné trhy	Zvýšené
Nasýtený domáci trh, hľadanie nových zahraničných trhov	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

To, ako je trh nasýtený, nám v podstate vypovedá, do akej miery môže podnik rozširovať svoje pôsobenie v danom prostredí, aká veľká časť trhu je zabraná a aký potenciál má pri hľadaní nových zákazníkov. Čím má podnik dominantnejšie postavenie na trhu, tým má väčší trhový podiel a tým menšia úroveň rizika je s tým spojená. Nakoľko konkurenčné prostredie je v danom odbore vysoko koncentrované, domáci trh prevažne nasýtený, podnik si hľadá cestu aj na nové zahraničné trhy a to konkrétne do Českej republiky a Rakúska. Tejto situácií zodpovedá zvýšená úroveň rizika.

Tabuľka 16 Riziká dosiahnutia tržieb

Riziká dosiahnutia tržieb	Úroveň rizika
Preukázateľná história tržieb, prognózovaný malý rast tržieb	Nízke
Preukázateľná história tržieb, prognózovateľný rast tržieb	Primerané
Nová spoločnosť, bez histórie tržieb, mierny rast tržieb	Zvýšené
Nová spoločnosť, bez histórie tržieb, extrémny alebo skokový rast tržieb	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Nakoľko podnik pôsobí na trhu veľmi dlhý čas, má za sebou históriu, stavia na značke a dobrom mene spoločnosti a z historických dát možno jednoznačne preukázať históriu tržieb, sme úroveň rizika pri tomto faktore zvolili na úrovni nízkeho rizika, hlavne z dôvodu, že podnik je dlhodobo stabilný a s dlhodobo stabilným vývojom sa počíta aj do budúcnosti.

Tabuľka 17 Riziká preniknutia na trhy, cieľové trhy

Riziká preniknutia na trhy, cieľové trhy	Úroveň rizika
Zabehnuté výrobky, rozhodujúce sú súčasné trhy	Nízke
Zabehnuté výrobky, zvýšenie trhového podielu alebo preniknutie na nové trhy	Primerané
Nové výrobky, súčasné trhy	Zvýšené
Nové výrobky, nové trhy	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Riziká preniknutia na trhy v sebe obsahujú údaje o tom, ako sa podnik správa v súčasnosti. Ako bolo vyššie spomenuté, podnik má primerane vysoký podiel na trhu, ale ani zďaleka nie taký, aký by potreboval, aby mal na danom trhu významné postavenie.

Tovar podniku tvoria zväčša veľmi dobre zabehnuté výrobky alebo potom vysokošpecializované nové výrobky. Zabehnuté výrobky sú rozhodujúce na stálom súčasnom trhu, pričom ich pretlak sa predpokladá aj na nových trhoch. Na základe tejto skutočnosti sme úroveň rizika zvolili na riziko primerané.

Postupne sa v našej práci dostávame k ďalšej skupine rizikových faktorov a to k rizikám konkurencie. Nakoľko ide o významnú skupinu rizikových faktorov bola k jednotlivým faktorom priradená váha 1,2.

Tabuľka 18 Konkurencia

Konkurencia	Úroveň rizika
Trhová medzera, konkurencia nepôsobí	Nízke
Nekonsolidovaná konkurencia na cieľovom trhu	Primerané
Ťažký vstup a pôsobenie medzi existujúcimi konkurentmi	Zvýšené
Zvyšujúci sa tlak existujúcich konkurentov, nástup novej konkurencie	Vysoké

Zdroj: vlastné spracovanie

V danom odvetví pôsobenia podniku je čoraz viac cítiť pôsobenie konkurencie. Podnik v jeho začiatkoch nemal žiadny problém podobného charakteru, no vzhľadom na skutočnosť, že bariéry vstupu do odvetvia nie sú vysoké, konkurencia vzniká. Hlavnými konkurentmi spoločnosti sú v dnešnej dobe nešpecializované obchody, ktoré okrem podlahových krytín ponúkajú aj široký sortiment iných produktov, na základe čoho dokážu na podobnom sortimente (podlahových krytínach) ísť s cenou nižšie ako podnik, niekedy až na úroveň nákladov na obstaranie. Tým pádom z hľadiska podniku je toto veľmi závažný rizikový faktor, ktorého hodnotu sme stanovili na úrovni vysokého rizika.

Tabuľka 19 Konkurencieschopnosť produktov

Konkurencieschopnosť produktov	Úroveň rizika
Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so špičkovou konkurenciou	Nízke
Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so lepšou konkurenciou	Primerané
Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so priemernou konkurenciou	Zvýšené
Parametre, životnosť, univerzálnosť - nižšie ako priemerná konkurencia	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Aj napriek konkurenčným bojom, nami zvolený podnik dokáže bez sebe menších problémov konkurovať na trhu s jeho vysoko kvalitnými produktami. Parametre ako životnosť, univerzálnosť, kvalita majú lepšie, v najhoršom prípade porovnateľné so špičkou konkurencie. Preto pri tomto faktore je potrebné uviesť nízku úroveň rizika.

Tabuľka 20 Ceny

Ceny	Úroveň rizika
Ceny nižšie ako konkurencia, uspokojivá marža zisku, možnosť poskytnutia zliav	Nízke
Ceny a marža zisku podobná ako u konkurencie	Primerané
Ceny porovnateľné s cenami konkurencie, nízka marža zisku	Zvýšené
Ceny vyššie ako u konkurencie, minimálna marža zisku	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ceny v porovnaní s konkurenciou sú na vyššej úrovni. Samozrejme je potrebné poznamenať, že výška cien zodpovedá aj kvalite tovaru, na ktorú sa konkurencia len ťažko chytá. Preto v konečnom dôsledku pri vyšších cenách si dokáže podnik vytvoriť aj vyššiu maržu. Existuje však len malý kruh odoberateľov, pre ktorých je prvoradá kvalita a až potom cena. Preto pri hodnotení tohto faktora berieme do úvahy zvýšenú úroveň rizika.

Tabuľka 21 Kvalita a riadenie kvality

Kvalita a riadenie kvality	Úroveň rizika
Lepšia ako u konkurencie	Nízke
Porovnateľná s úrovňou konkurencie	Primerané
Mierne nižšia ako u konkurencie	Zvýšené
Výrazne zaostávajúca za úrovňou konkurencie, časté reklamácie	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako bolo už vyššie spomenuté, kvalita produktov podniku JUTEX s.r.o. v istých mierach vysoko prevyšuje kvalitu tovaru konkurencie. Na druhej strane majú aj produkty, ktoré sú na porovnateľnej úrovni s konkurenciou, a tiež tovary, ktoré sú vyhradené patentovou ochranou. Tým pádom je riziko na primeranej úrovni.

Tabuľka 22 Výskum a vývoj

Výskum a vývoj	Úroveň rizika
Samostatný vývoj, nové sofistikované výrobky, náskok pred konkurenciou	Nízke
Vývoj reaguje na požiadavky zákazníkov, vylepšovanie súčasných konkurenčných výrobkov	Primerané
Kopírovanie konkurenčných výrobkov, snaha dosiahnuť konkurenciu	Zvýšené
Absencia vlastného vývoja, podniková kooperácia, príležitostné objednávky	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podnik nemá samostatný výskum a vývoj, ktorým by si udržiaval náskok pred konkurenciou, no na druhej strane veľmi pružne a efektívne reaguje na požiadavky zákazníkov, dokonca je jediným podnikom, ktorý má patent na vzor podlahových krytín pre kasína na Slovensku, kde sa podieľal na výrobe.

Tabuľka 23 Reklama a propagácia

Reklama a propagácia	Úroveň rizika
Pravidelné náklady, väčšie ako v odvetví, účinnosť vysoká	Nízke
Pravidelné náklady zodpovedajúce priemeru v odvetví, účinnosť bežná	Primerané
Nepravidelne, sporný prínos	Zvýšené
Nepravidelne, obmedzené náklady, neistý prínos	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Výška nákladov na reklamu a propagáciu v posledných rokoch slabne, podnik síce náklady na reklamu vynakladá pravidelne, na základe ročných rozpočtov, no ich výška je obmedzená a prínos z reklamy je neistý. Podnik žije momentálne zo silného mena a histórie. Veľmi vysoká úroveň rizika.

Tabuľka 24 Distribúcia, servis

Distribúcia, servis	Úroveň rizika
Vybudovaná distribučná sieť, rýchle a spoľahlivé dodávky	Nízke
Vybudovaná distribučná sieť, občas nepravidelné dodávky zákazníkom	Primerané
Neúplná distribučná sieť	Zvýšené
Nedostatočná distribučná sieť, bez spätnej väzby	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podnik má vybudovanú výbornú distribučnú sieť, špičkový servis. Dodávky sú vždy v požadovanom čase a kvalite. V tomto ohľade nie je iná možnosť ako stanoviť výšku rizikového faktoru na nízkej úrovni.

Po kvantifikácii rizikovej prirážky rizík konkurencie nasleduje zadefinovanie a kvantifikácia rizík manažmentu.

Tabuľka 25 Vízia, stratégia

Vízia, stratégia	Úroveň rizika
Jasná vízia, stratégia a jasné prostriedky ich dosiahnutia	Nízke
Zmena vízie, upresňovanie stratégie a bezprostredných cieľov spoločnosti	Primerané
Stratégia spoločnosti sa postupne vytvára	Zvýšené
Neurčitá stratégia, prevažuje improvizácia	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Čo sa spoločnosti týka, od začiatku mali jasnú víziu aj stratégiu naplnenia vízie prostredníctvom jednotlivých strategických cieľov. Ako spoločnosť rástla, vyvíjala sa v čase, prekonávala prekážky, vízia síce ostala, ale stratégia ako ju dosiahnuť sa postupne vyvíjala. V tomto momente by iná úroveň rizika ako primeraná pre podnik nebola možná.

Tabuľka 26 Kľúčové osobnosti

Kľúčové osobnosti	Úroveň rizika
--------------------------	----------------------

Zastupiteľnosť kľúčových osobností	Nízke
Dostupná primeraná náhrada	Primerané
Náročná náhrada kľúčových osobností	Zvýšené
Vysoká závislosť od niekoľkých kľúčových osobností	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

V pomerne jednoduchej organizačnej štruktúre spoločnosti, je len pár riadiacich orgánov spoločnosti. Rovnako aj rozhodovacia právomoc je veľmi úzko spätá s jednotlivými osobami v spoločnosti, preto by bola len veľmi náročná náhrada jednotlivých osobností.

Tabuľka 27 Organizačná štruktúra

Organizačná štruktúra	Úroveň rizika
Jednoduchá a prehľadná štruktúra, komunikácia bez problémov	Nízke
Jednoduchá a prehľadná štruktúra, bežné komunikačné problémy	Primerané
Zložitá organizačná štruktúra, viacúčelové riadenie	Zvýšené
Komplikovaná, neprehľadná, často sa meniaci štruktúra	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Aj napriek jednoduchej organizačnej štruktúre spoločnosti sa ani v takomto prípade nedá vždy predísť niektorým komunikačným problémom. Nejasné definovanie niektorých kompetencií má za príčinu vznik daných komunikačných problémov. Primerane únosná úroveň rizika. Ďalším krokom v práci bude identifikácia a kvantifikácia rizík, ktoré vyplývajú z prevádzkového a obstarávacieho charakteru. Pre tento prípad bolo potrebné upraviť formu stavebnicovej metódy, ktorá v sebe obsahovala zakomponované aj výrobné riziká. Nakoľko pracujeme s obchodnou spoločnosťou bolo potrebné túto skupiny vymeniť a tým pádom pripraviť stavebnicovú metódu šitú na mieru.

Tabuľka 28 Štruktúra obstarávaného tovaru z pohľadu druhu tovaru

Štruktúra obstarávaného tovaru z pohľadu druhu tovaru	Úroveň rizika
Stabilné vzory a farby	Nízke
Osvedčené materiály pre výrobu vlákien a podkladu	Primerané
Nové netradičné vzory a farby	Zvýšené
Inovatívne technológie výrobkov, nové materiály	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z hľadiska štruktúry obstarávaného tovaru musí podnik brať do úvahy niekoľko rovín. Na jednej strane to je určite stálosť svojich zákazníkov, ktorí majú v obľube isté trendy, na druhej strane tlak konkurencie na sortiment tovaru. Preto pri zostavovaní obstarávacej vzorky tovarov treba dávať pozor na akýsi prienik týchto dvoch rovín. Podnik dlhé roky presadzoval nákup silných a stabilných vzorov a farieb, no v posledných rokoch sa orientuje skôr na nové netradičné vzory a farby, čomu prislúcha aj vyššia miera rizika.

Tabuľka 29 Požiadavky na výrobu nakupovaného výrobku - produktu

Požiadavky na výrobu nakupovaného výrobku - produktu	Úroveň rizika
Bežne dostupné profesie, bez mimoriadnych nárokov na kvalifikáciu	Nízke
Dostupné profesie, bežná učňovská, stredoškolská, vysokoškolská kvalifikácia	Primerané
Vyšší podiel špecializovaných profesií, požiadavky na zvyšovanie kvalifikácie	Zvýšené
Prevaha vysoko špecializovaných profesií	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Na štruktúru obstarávaného tovaru nadväzuje vo veľkej miere aj to, aké požiadavky sú dané na výrobu obstarávaného tovaru. Aká náročnosť je pri výrobe tovaru, ktorý podnik nakupuje. V tomto momente podnik hľadá výrobcov, ktorí sú vysoko špecializovaní, ich stroje sú prispôsobené špecifickým požiadavkám podniku. Bez takýchto špecializovaných výrobcov by podnik nemohol zabezpečiť požadovanú kvalitu svojho tovaru, preto tento faktor hodnotíme ako vysoko rizikový.

Tabuľka 30 Dodávatelia

Dodávatelia	Úroveň rizika
Stabilní dodávatelia, pravidelne požadované množstvo, bez problémov	Nízke
Stabilizovaný okruh dodávateľov, bežné dodávateľské problémy	Primerané
Čiastočná zmena kľúčových dodávateľov, výpadky dodávok	Zvýšené
Veľmi nestáli dodávatelia, pravidelné problémy s dodávkami	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako ďalší faktor, potrebný pre kompletizáciu tejto skupiny sú dodávatelia. Nakoľko je spoločnosť na trhu veľmi dlho, jej základom je mať výborné dodávateľské vzťahy a reťazce. Aj keď sú dodávky dodané na čas, v požadovanom množstve a kvalite, stalo sa občas, že boli na mieste výpadky v reťazci. Nakoľko aj sebe menšie zaváhanie môže spôsobiť problém, riziko sme zvolili na úrovni primerané.

Tabuľka 31 Doprava

Doprava	Úroveň rizika
Nákladná železničná doprava	Nízke
Lodná doprava	Primerané
Tradičná kamiónová doprava	Zvýšené
Letecká doprava	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako posledným rizikovým faktorom v tejto skupine rizík je spôsob dopravy tovaru do spoločnosti. Nakoľko všetky tovary sú do spoločnosti vozené na kamiónoch, výšku rizika sme odhadli vyššiu ako pri preprave nákladnou železničnou dopravou, no nižšiu ako pri lodnej alebo leteckej doprave. Tým pádom je úroveň rizika zvýšená. Postupne sa dostávame do poslednej skupiny rizikových faktorov obchodného rizika a tým sú ostatné

faktory prevádzkových ziskových marží (pridanej hodnoty). Touto skupinou uzatvoríme obchodné riziká a môžeme vykalkulovať celkovú rizikovú prirážku pre obchodné riziká.

Tabuľka 32 Úroveň fixných nákladov

Úroveň fixných nákladov	Úroveň rizika
Podiel fixných nákladov (aktív) na celkových nákladoch (aktívach) je malý	Nízke
Podiel fixných nákladov (aktív) sa pohybuje okolo priemeru	Primerané
Podiel fixných nákladov (aktív) je vysoký	Zvýšené
Podiel fixných nákladov (aktív) je veľmi vysoký	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Výška fixných nákladov v spoločnosti predstavuje približne rovnaký pomer ako výška variabilných nákladov. Informácie sú získané priamo od vedenia spoločnosti, a na základe minulých vypracovaných prác pre spoločnosť.

Tabuľka 33 Postavenie podniku voči odoberateľom

Postavenie podniku voči odoberateľom	Úroveň rizika
Veľmi silné postavenie - väčší počet malých odoberateľov	Nízke
Väčší počet odoberateľov, niekoľko väčších odoberateľov s neprevažujúcim podielom	Primerané
Slabšie postavenie - rozhodujúci vplyv má niekoľko veľkých odoberateľov	Zvýšené
Slabé postavenie - závislosť od jedného silného odoberateľa alebo dvoch silných odoberateľov	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Odoberatelia podniku sú rozdelení do viacerých kategórií, pričom prevažná väčšina odoberateľov sú práve menší pravidelnejší odoberatelia. Rovnako má však podnik aj niekoľko väčších odoberateľov, pričom ich pomer výrazne neprevažuje.

Tabuľka 34 Postavenie podniku voči dodávateľom

Postavenie podniku voči dodávateľom	Úroveň rizika
Veľmi silné postavenie - väčší počet malých dodávateľov	Nízke
Silné postavenie - väčší počet dodávateľov, niekoľko väčších dodávateľov s neprevažujúcim podielom	Primerané
Slabšie postavenie - rozhodujúce postavenie má niekoľko veľkých dodávateľov	Zvýšené
Slabé postavenie - závislosť o jedného silného dodávateľa alebo dvoch silných dodávateľov	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Nakoľko má podnik rôzne tovary, je potrebné aj zabezpečenie rôznych dodávateľských skupín. Každý sa špecializuje na niečo iné, preto podnik musí spolupracovať s väčším počtom menších ale aj väčších dodávateľov. Na základe toho má veľmi silné postavenie voči jednotlivým dodávateľským skupinám.

Tabuľka 35 Bariéry vstupu do odvetvia Úroveň rizika

Bariéry vstupu do odvetvia	Úroveň rizika
Veľmi silné	Nízke
Silné	Primerané
Prekonateľné	Zvýšené
Slabé	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Bariéry vstupu do odvetvia sú veľmi nízke, dalo by sa polemizovať na základe rozdelenia trhového portfólia, či sú natoľko vysoké, aby museli byť považované za prekonateľné, každopádne pre autentické zobrazenie volíme pesimistickejšiu variantu a úroveň rizika považujeme za vysoké.

4.3.4 Vymedzenie a kvantifikácia rizikovej prirážky finančného rizika

Finančné riziká sú v tejto metóde vyjadrené pomocou niekoľkých finančno-pomerových ukazovateľov. Hodnoty rizikových prirážok budeme získavať rovnakým spôsobom ako pri riziku obchodnom. Rovnako si stanovíme hodnotiacu stupnicu a hodnoty následne pretransformujeme na výšku rizikovej prirážky.

Tabuľka 36 Úročený cudzí kapitál/vlastný kapitál

Úročený cudzí kapitál/vlastný kapitál	Úroveň rizika
Nízky podiel cudzích zdrojov, dostatočná úverová kapacita	Nízke
Primerané cudzie zdroje, priestor na ďalšie financovanie cudzím kapitálom	Primerané
Cudzie zdroje v rovnakej výške ako vlastný kapitál	Zvýšené
Cudzie zdroje vyššie ako vlastný kapitál	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Prvým zvoleným faktorom finančného rizika je pomer medzi úročeným cudzím kapitálom a vlastným kapitálom. Vo finančnom svete nesie tento pomer názov finančná páka a udáva nám, aký veľký podiel z vlastného kapitálu tvorí cudzí úročený kapitál. Čím menšia je hodnota tohto ukazovateľa tým nižšie je aj riziko. V skúmanom roku bola výška cudzieho úročeného kapitálu 1 281 493 € a výška vlastného kapitálu 853 896 €. Ako je možné vidieť výsledný pomer je 1,50 čo značí, že cudzí kapitál značne prevyšuje výšku vlastného kapitálu.

Tabuľka 37 Krytie úverov - EBIT/platené úroky

Krytie úverov - EBIT/platené úroky	Úroveň rizika
Dosahuje hodnotu 4,5 a viac	Nízke
Dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49	Primerané
Dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17	Zvýšené

Dosahuje hodnotu nižšiu ako 1,57	Vysoké
----------------------------------	--------

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ukazovateľ úrokové krytie nám značí ako je podnik schopný pokrývať výšku úrokov hrubým ziskom pred odpočítaním úrokov. V skúmanom období podnik dosiahol výšku EBIT-u 451 606 € a celková výška platených úrokov dosiahla výšku 26 744 €. Výsledný pomer nadobúda hodnotu 16,89 čo značí nízku úroveň rizika.

Tabuľka 38 Krytie splátok úveru z cash flow - EBIT/(splátka úveru + lízingová splátka)

Krytie splátok úveru z cash flow - EBIT/(splátka úveru + lízingová splátka)	Úroveň rizika
Cash flow mnohonásobne prevyšuje splátky	Nízke
Cash flow niekoľkonásobne prevyšuje splátky	Primerané
Cash flow dostatočne prevyšuje splátky	Zvýšené
Cash flow je nižší ako 1,2 násobok splátok	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Charakteristický podobný ukazovateľ ako úrokové krytie je aj krytie úveru z cash flow. Všeobecne platí, že čím sú vyššie peňažné toky plynúce do podniku, tým lepšiu schopnosť má podnik zaplatiť úroky práve z cash flow. Hodnotu sme v tomto prípade priradili k zvýšenému riziku na základe konzultácie veličiny s vedením spoločnosti.

Tabuľka 39 Podiel čistého pracovného kapitálu (WC) na obežných aktívach

Podiel čistého pracovného kapitálu (WC) na obežných aktívach	Úroveň rizika
WC kryje aj časť prechodnej výšky obežných aktív	Nízke
WC kryje stálu výšku obežných aktív	Primerané
WC nekryje stálu výšku obežných aktív	Zvýšené
WC je nulový alebo dokonca záporný	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Čistý pracovný kapitál je veličina, ktorá poukazuje nato, koľko prostriedkov podniku zostane po zaplatení krátkodobých záväzkov. Záporný, nulový alebo veľmi nízky čistý pracovný kapitál indikuje, že podnik na jeden strane od zákazníkov nedostáva peniaze, na druhej strane nie je schopný zaplatiť za svoje záväzky. Čistý pracovný kapitál predstavuje sumu finančných účtov, krátkodobých pohľadávok a zásob očistených o sumu krátkodobých záväzkov. V analyzovanom roku predstavoval hodnotu 1 962 177 €. Ako možno vidieť hodnota čistého pracovného kapitálu je vysoká čo predstavuje nízku mieru rizika.

Tabuľka 40 Bežná a okamžitá likvidita

Bežná a okamžitá likvidita	Úroveň rizika
Vysoká bežná a okamžitá likvidita, dostatočné likvidné prostriedky	Nízke
Vysoká bežná likvidita, mierna závislosť od zásob	Primerané

Zvyčajná hodnota bežnej likvidity, nízky podiel likvidných prostriedkov v obežných aktívach	Zvýšené
Nízka bežná likvidita, vysoké pohľadávky a zásoby, nedostatok likvidných prostriedkov	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Likvidita predstavuje schopnosť podniku premieňať jednotlivé zložky aktív na peňažné prostriedky. Ak sú hodnoty likvidity príliš nízke, značí to o tom, že podnik nie je schopný meniť svoje aktíva na peňažné prostriedky dostatočne rýchlo, čo by mohlo znamenať druhotnú platobnú neschopnosť. Výsledná hodnota okamžitej likvidity bola v analyzovanom roku na úrovni 0,041%. Bežná likvidita predstavovala v analyzovanom období hodnotu 1,43%. Na základe toho hodnotíme úroveň rizika ako vysokú.

Tabuľka 41 Priemerná doba inkasa pohľadávok

Priemerná doba inkasa pohľadávok	Úroveň rizika
Zodpovedá dobe splatnosti faktúr	Nízke
Primerane prevyšuje splatnosť faktúr	Primerané
Značne prevyšuje splatnosť faktúr, riziko nedobytných pohľadávok	Zvýšené
Vysoko prevyšuje splatnosť faktúr, značný podiel nedobytných pohľadávok	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Priemerná doba inkasa pohľadávok predstavuje ukazovateľ, ktorý vypovedá, koľko približne trvá, kým podnik zinkasuje svoje pohľadávky. Čím je to číslo väčšie, znamená to pre podnik zle nastavenú platobnú politiku. Čím dlhšie trvá podniku získať svoje peniaze tým sa zvyšuje riziko. Pre výpočet bolo poznať výšku tržieb spoločnosti, ktorá v roku 2019 dosiahla úroveň 9 849 505 €. Výška krátkodobých pohľadávok predstavovala 824 167 €. Výslednú hodnotu sme dostali vynásobením podielu krátkodobých pohľadávok a tržieb s 360-timi dňami. Výsledná hodnota bola na úrovni 30,12 dňa, čo značí primerané riziko.

Tabuľka 42 Doba obratu zásob

Doba obratu zásob	Úroveň rizika
Zodpovedá minimálnym nutným technologickým zásobám	Nízke
Priemerná rezerva zásob, mierne predzásobenie	Primerané
Zreteľne vyššie zásoby ako je nevyhnutné, čiastočne zastarané zásoby	Zvýšené
Vysoko prezásobovaná spoločnosť, vysoký podiel zastaraných a nepredajných zásob	Vysoké

Zdroj: Vlastné spracovanie

Posledným faktorom, ktorý vplýva na výšku rizikovej prirážky finančného rizika, je doba obratu zásob. Všeobecne platí, že čím je táto veličina vyššia, tým viac peňažných prostriedkov podnik viaže v zásobách a tým väčšiemu riziku je vystavený. Je samozrejmé, že pri obchodnej spoločnosti bude tento ukazovateľ vyšší. Tento ukazovateľ sme získa vynásobením podielu zásob a tržieb s 360-timi dňami. Výška zásob v skúmanom roku

dosiahla výšku 2 496 061 € a tržby 9 849 505 €. Výsledná vyrátaná hodnota bola na úrovni 91,23 dňa, čo značí vysoké riziko aj na obchodný podnik.

Po zadefinovaní všetkých potrebných rizikových faktorov finančného rizika prichádza čas na jeho kvantifikáciu a transformáciu na rizikovú prirážku. Postupovať budeme rovnako ako v prípade obchodného rizika.

4.3.5 Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou

Po analyzovaní všetkých rizikových faktorov, ktoré pôsobia na podnik a ich následnej kvantifikácii máme všetko potrebné nato, aby sme dokázali vypočítať náklady na vlastný kapitál stavebnicovou metódou. V nasledujúcej tabuľke uvádzame celkový prehľad.

Tabuľka 43 Výpočet nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou

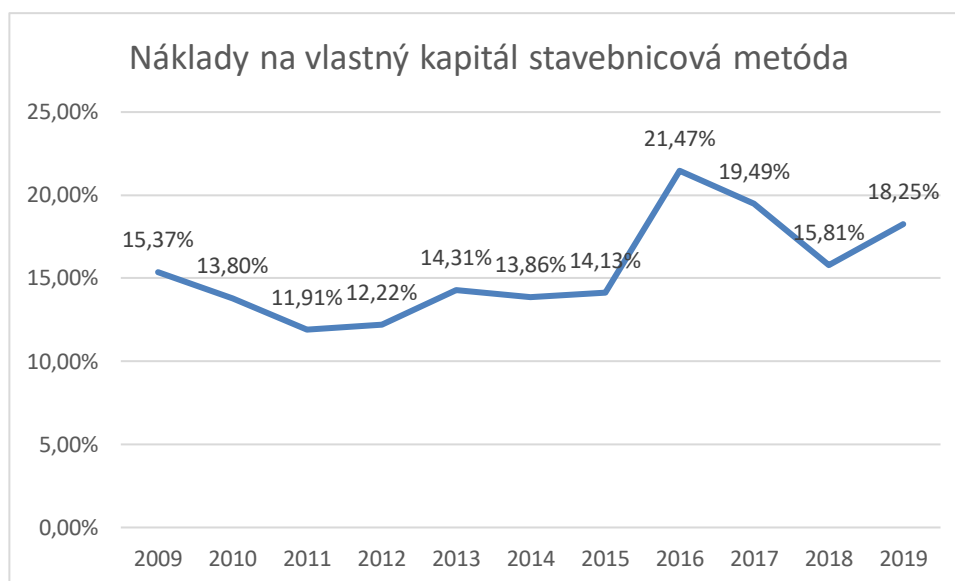
Bezriziková výnosová miera	1,92%
<i>I. Riziká odboru</i>	<i>0,93%</i>
<i>II. Riziká trhu</i>	<i>0,64%</i>
<i>III. Riziká konkurencie</i>	<i>3,23%</i>
<i>IV. Management</i>	<i>0,76%</i>
<i>V. Prevádzkové a obstarávacie riziká</i>	<i>3,49%</i>
<i>VI. Špecifické faktory</i>	<i>1,31%</i>
<i>Obchodné riziko</i>	<i>10,37%</i>
<i>Finančné riziko</i>	<i>4,46%</i>
Riziková prémie spolu	14,83%
Prémie za nižšiu likviditu	1,50%
Náklady na vlastný kapitál	18,25%

Zdroj: Vlastné spracovanie

V roku 2019 môžeme vidieť, že výška bezrizikovej výnosovej miery bola na úrovni 1,92%, súčet všetkých rizikových prirážok obchodného rizika dosiahol hodnotu 10,37% a súčet faktorov finančného rizika 4,46%. Rovnako sme v danom roku zohľadnili aj prémiiu za nižšiu likviditu na úrovni 1,5%. Súčtom všetkých vyššie uvedených rizikových prirážok sa dostávame na celkovú hodnotu nákladov na vlastný kapitál na úrovni **18,25%**.

4.3.6 Prehľad vývoja nákladov na vlastný kapitál

Rovnakým spôsobom, ako sme získali výšku nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou v roku 2019, sme vypočítali výšku nákladov na vlastný kapitál aj v rokoch predchádzajúcich. Prikladáme prehľadný graf vývoja výšky nákladov na vlastný kapitál.



Graf 8 Vývoj nákladov na vlastný kapitál stavebnicovou metódou

Zdroj: Vlastné spracovanie

Náklady na vlastný kapitál vypočítané stavebnicovou metódou boli najnižšie v roku 2011 a to na úrovni 11,91%, naopak svoje maximum v sledovanom období dosiahli v rok 2016 a to na úrovni 21,47%.

4.4 Vstupné parametre pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA

Ako poslednú metódu na výpočet nákladov na vlastný kapitál sme si zvolili použiť benchmarkingový diagnostický systém výpočtu finančných indikátorov INFA, ktorého autorom sú manželia Neumaierovci. Tento model je veľmi rýchly a jednoduchý na použitie, stačí identifikovať jednotlivé vstupné parametre potrebné pre výpočet a zadať ich do systému, ktorý je voľne prístupný na internetovej stránke ministerstva průmyslu a obchodu.³¹

4.4.1 Identifikácia vstupných parametrov potrebných na výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA

Pre výpočet nákladov touto metódou, potrebujeme analyzovať účtovnú závierku podniku, konkrétne súvahu a výkaz ziskov a strát.

³¹ <https://www.mpo.cz/benchmarking/infa.html>

Tabuľka 44 Identifikácia parametrov pre výpočet pomocou diagnostického systému

Aktíva	3 668 021,00 €
Zásoby	2 451 975,00 €
Pohľadávky (dlhodobé a krátkodobé)	770 786,00 €
Finančné účty	93 587,00 €
Krátkodobý finančný majetok	0,00 €
Vlastný kapitál	853 896,00 €
Vydané zmenky, dlhodobé a krátkodobé	0,00 €
Krátkodobé záväzky	1 451 638,00 €
Dlhodobé záväzky k úverovým inštitúciám	188 514,00 €
Krátkodobé záväzky k úverovým inštitúciám	876 891,00 €
Tržby za predaj tovaru	7 531 078,00 €
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	2 300 188,00 €
Výkonová spotreba	2 400 317,00 €
Osobné náklady	2 150 892,00 €
Mzdové náklady	1 564 516,00 €
Nákladové úroky	26 744,00 €
Výsledok hospodárenia pred zdanením	478 350,00 €
Výsledok hospodárenia po zdanení.	372 328,00 €

Zdroj: Vlastné spracovanie

Nakoľko sú hodnoty v € a vyššie uvedený systém potrebuje vstupné údaje v českých korunách, bolo potrebné všetky sumy prenásobiť kurzom. Dáta sme spracovávali 30.4.2020, kedy bol výmenný kurz EUR 1 = 27,097 CZK. Použitím tohto systému dokážeme vypočítané náklady na vlastný kapitál porovnať s priemernými náklady v danom odvetví v porovnateľnej ekonomike Českej republiky.

4.4.2 Výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu INFA

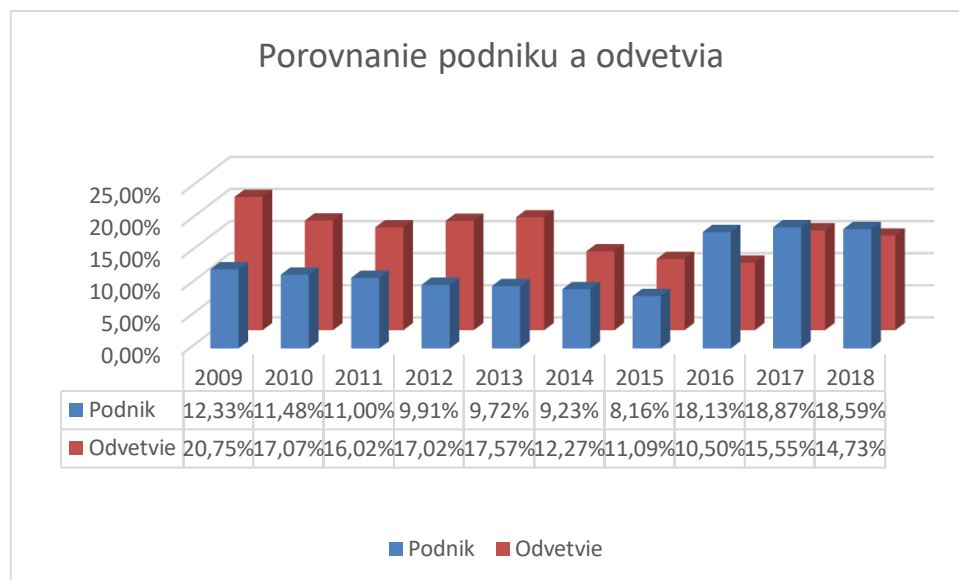
Tento benchmarkingový diagnostický systém finančných indikátorov INFA však nedokáže spracovať údaje za rok 2019, čo bude v konečnom dôsledku zohľadnené aj vo finálnom návrhu metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál v diskusii. Výsledky ponúkame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka 45 Prehľad vývoja nákladov na vlastný kapitál vypočítaných pomocou benchmarkingového diagnostického systému finančných indikátorov INFA

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Podnik	12,33 %	11,48 %	11,00 %	9,91%	9,72%	9,23%	8,16%	18,13 %	18,87 %	18,59 %	-
Odvetvie	20,75 %	17,07 %	16,02 %	17,02 %	17,57 %	12,27 %	11,09 %	10,50 %	15,55 %	14,73 %	-
PTH	9,13%	12,42 %	8,73%	10,31 %	8,70%	8,15%	8,60%	8,77%	12,39 %	12,49 %	-

Zdroj: Vlastné spracovanie

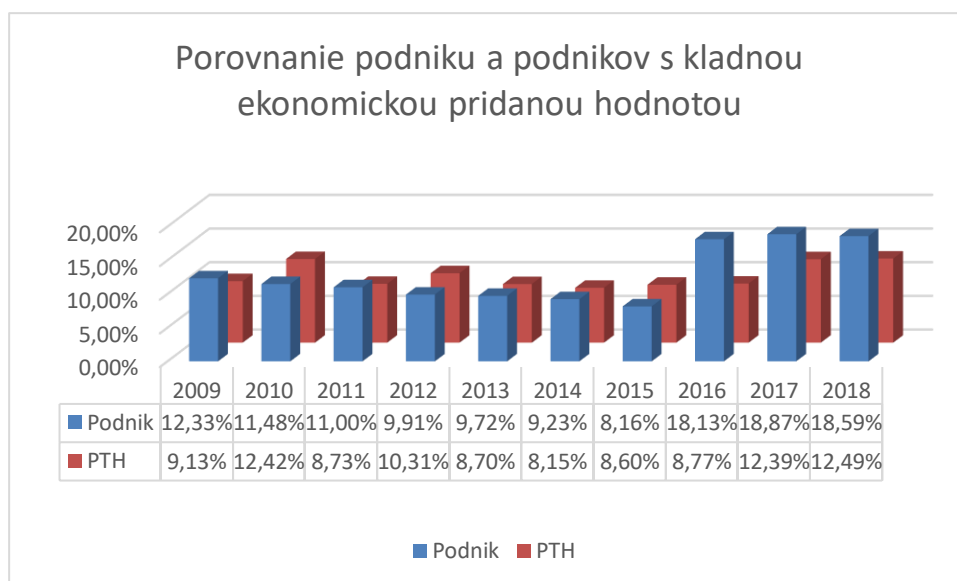
V tabuľke je zaznačená výška nákladov na vlastný kapitál podniku, rovnako odvetvia a PTH, čo predstavuje porovnanie s podnikmi tvoriacimi ekonomickú pridanú hodnotu - EVA (ROE je väčšie ako re). Pre názornejšie zobrazenie sme údaje spracovali v nasledujúcich grafoch.



Graf 9 Porovnanie výšky nákladov na vlastný kapitál podniku s odvetvím

Zdroj: Vlastné spracovanie

Náklady na vlastný kapitál podniku JUTEX s.r.o. boli nižšie ako priemerné náklady na vlastný kapitál v porovnateľnom odvetví ekonomiky Českej republiky od roku 2009 až po 2015. V roku 2016 vidíme výrazný nárast na základe zmeny kapitálovej štruktúry v podniku JUTEX s.r.o. Najnižšie náklady na vlastný kapitál sme zaznamenali v roku 2015, pričom svoje maximum dosiahli v roku 2017.



Graf 10 Porovnanie výšky nákladov na vlastný kapitál podniku s podnikmi s kladnou pridanou hodnotou

Zdroj: Vlastné spracovanie

Od roku 2009 do roku 2015 výška nákladov na vlastný kapitál kolísala, v istých rokoch vykazoval vyššie náklady na vlastný kapitál podnik JUTEX s.r.o., v ostatných zas podniky vytvárajúce ekonomickú pridanú hodnotu. Od roku 2015 môžeme vidieť oveľa vyššie náklady na vlastný kapitál v nami sledovanom podniku JUTEX s.r.o. v porovnaní s ostatnými podnikmi.

4.5 Porovnanie jednotlivých úrovní nákladov na vlastný kapitál vypočítaných rôznymi spôsobmi

V práci sme náklady na vlastný kapitál získali troma rôznymi spôsobmi – metódou s využitím modelu CAPM, komplexnou stavebnicovou metódou profesora Maříka a benchmarkingovým diagnostickým systémom finančných indikátorov INFA. V nasledujúcej tabuľke uvádzame prehľad jednotlivých hodnôt nákladov na vlastný kapitál pri každej metóde.

Tabuľka 46 Porovnanie nákladov na vlastný kapitál vypočítaných rôznymi spôsobmi

Rok	Metóda s využitím modelu CAPM			Komplexná stavebnicová metóda profesora Maříka	Stavebnicová metóda model INFA
	ERP prebrané	Aritmetický priemer	Geometrický priemer		
2009	10,30%	11,19%	9,67%	15,37%	12,33%
2010	8,68%	10,06%	8,51%	13,80%	11,48%
2011	7,40%	8,07%	6,63%	11,91%	11,00%
2012	8,79%	8,68%	7,06%	12,22%	9,91%
2013	10,55%	11,06%	9,33%	14,31%	9,72%
2014	8,10%	9,26%	7,73%	13,86%	9,23%
2015	11,05%	11,61%	9,47%	14,13%	8,16%
2016	22,06%	22,02%	17,29%	21,47%	18,13%
2017	17,36%	19,01%	15,13%	19,49%	18,87%
2018	11,11%	12,84%	10,50%	15,81%	18,59%
2019	15,47%	16,44%	13,12%	18,25%	-

Zdroj: Vlastné spracovanie

Hodnoty nákladov na vlastný kapitál vypočítané komplexnou stavebnicovou metódou profesora Maříka sú vyššie o špecifické riziko s jedinou výnimkou v roku 2016, kde celkovo najvyššiu hodnotu nákladov na vlastný kapitál sme získali pri výpočte metódou s využitím modelu CAPM, kde sme rizikovú prirážku kapitálového trhu vypočítali ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh. Celkovo najnižšie hodnoty sme dosiahli použitím metódy s využitím modelu CAPM pri prepočte rizikovej prémie rozvinutého trhu geometrickým priemerom.

5 Diskusia

Výpočet nákladov na vlastný kapitál v konkrétnom podniku je výpočet veľmi špecifického charakteru, na ktorý vplýva veľa premenných. Napríklad konkrétny rozhodovací problém pri výpočte nákladov na vlastný kapitál, podmienky podniku, kapitálová štruktúra a pod.

V praktickej časti práce sme sa rozhodli zvoliť tri postupy výpočtu nákladov na vlastný kapitál, metódu s využitím modelu CAPM, komplexnú stavebnicovú metódu profesora Maříka a benchmarkingový diagnostický systém finančných ukazovateľov INFA. Každý z nich predstavuje iný typ pohľadu na výpočet nákladov na vlastný kapitál.

Prvou metódou, ktorú sme si na výpočet nákladov na vlastný kapitál zvolili je metóda s využitím modelu CAPM. Táto metóda patrí k jedným z najobľúbenejších hlavne kvôli jej jednoduchosti a možnosti použitia, na druhej strane, nájdú sa aj odporcovia, ktorých základný argument je postavený na reálnosti výšky vypočítaných nákladov na vlastný kapitál. Táto reálnosť je odzrkadená v základných predpokladoch metódy, ktorá vychádza z tzv. dokonalého trhu, kde majú všetci kupujúci presné informácie o všetkých predávajúcich a o ponúkaných cenách. Ďalší argument je postavený na spôsobe merania rizika. Pri investičnom rozhodovaní stojí ďalší argument na fakte, že kupujúci zvažil všetky možnosti a snaží sa o optimalizáciu len jedného portfólia. Popri týchto argumentoch sa otvára priestor na zváženie nedostatku tejto metódy v tom, že vychádza z historických dát ako vstupných údajov. Pre výpočet bolo samozrejme potrebné analyzovať jednotlivé vstupné údaje.

Ako prvé bolo v práci potrebné dôkladne analyzovať vstupné parametre potrebné pre výpočet nákladov na vlastný kapitál. Všetky hodnoty jednotlivých vstupných parametrov sú zo stránky amerického profesora Damodarana. Používali sme údaje ako bezriziková výnosová miera, hodnoty zadlženého aj nezadlženého koeficientu β , rizikovú prémie vyspelého kapitálového trhu a rizikovú prémie krajiny (národného trhu). Na základe získaných údajov sme boli schopní uskutočniť výpočet nákladov na vlastný kapitál.

Prvým analyzovaným vstupným parametrom pre výpočet nákladov na vlastný kapitál bola bezriziková výnosová miera. Pre potreby výpočtu sme ako bezrizikovú výnosovú mieru brali výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov. V tomto prípade je možné voliť dve varianty údajov – výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov USA alebo údaje z národného trhu. V práci sme sa rozhodli počítať s dlhodobou výnosnosťou štátnych

dlhopisov USA hlavne pre komplexnosť vyváženost' údajov. Tento parameter sme analyzovali za obdobie od roku 2001 a 2019, aby sme mali istú predstavu o historickom vývoji daného parametru. Pre potreby našej práce je však oveľa významnejšie brať do úvahy údaje od roku 2009 a 2019. V tomto sledovanom období dosiahla bezriziková výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov svoje maximum v roku 2009, kde predstavovala úroveň 3,84%. Naopak svoje minimum dosiahla v roku 2012 na úrovni 1,76%. V sledovanom roku 2019 bola výška tohto parametra na úrovni 1,92%.

Druhým analyzovaným vstupným parametrom bol koeficient β . Tento parameter je veľmi podstatným údajom, ktorý vstupuje do výpočtu, nakoľko predstavuje riziká odvetvia, v ktorom sa podnik nachádza. Historický vývoj tohto koeficientu sme rovnako, ako všetky ostatné parametre, prevzali zo stránky profesora Damodarana. V tomto ohľade bolo potrebné zaistenie hodnoty zadlženého a nezadlženého koeficientu β . Ďalej sme na základe vzorca prepočítali hodnoty nezadlženého koeficientu β pre konkrétne podmienky vybraného podniku. Pre ďalšie výpočty sme v práci počítali s nami vypočítanými hodnotami, nakoľko zohľadňovali kapitálovú štruktúru a výšku DPH. Rovnako sme analyzovali obdobie od roku 2001 po rok 2019 a rovnako je pre nás podstatné obdobie od roku 2009 po rok 2019. Najnižšiu hodnotu nezadlženého koeficientu β na úrovni 0,7500 sme zaznamenali v roku 2018, naopak najvyššiu v roku 2016 na úrovni 1,2900. Na základe prepočtu na konkrétne podmienky podniku sme najvyššiu hodnotu zadlženého koeficientu β zaznamenali v roku 2011 na úrovni 0,8473, najvyššia vypočítaná hodnota prislúchala roku 2017 na úrovni 2,9248. V poslednom analyzovanom roku dosiahol zadlžený koeficient β hodnotu 2,0763.

Tretím v poradí sme analyzovali parameter rizikovej prémie kapitálového trhu. Rizikovú prémiiu kapitálového trhu je možné kvantifikovať ako rozdiel medzi priemernou výnosnosťou trhového portfólia a priemernej výnosnosti vládnych dlhopisov. Pri vypracovaní sme uvažovali s troma prístupmi výpočtu tohto ukazovateľa. Pri prvom prístupe bola riziková prirážka získaná ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej prémie pre národný trh. Pre nasledujúce výpočty sme rovnako vstupné údaje čerpali z danej stránky, každopádne výsledné hodnoty sme prerátavali sami, aritmetickým a geometrickým priemerom za dlhodobé obdobie od roku 1928 až po nami analyzované roky. V práci sme zaznamenali, že hodnoty výpočtu rizikovej prémie kapitálového trhu boli najnižšie pri použití geometrického priemeru, naopak najvyššie hodnoty boli zaznamenané pri použití aritmetického priemeru. Pre porovnanie, v poslednom analyzovanom roku bola zistená výška rizikovej prémie kapitálového trhu vypočítaná

aritmetickým priemerom na úrovni 6,43%, pri prebraných údajoch na úrovni 5,96% a vypočítaná geometrickým priemerom 4,83%. Rovnaký trend slejeme za celé obdobie od roku 2009 až po rok 2019.

Posledným parametrom bola riziková prémia krajiny. Rizikové prémie krajiny sú prideľované podľa ratingu krajiny. Rizikovú premiú Slovenska sme následne porovnávali so susednými krajinami. Za sledované obdobie od roku 2009 po rok 2019 dosiahla táto veličina minimum v roku 2018 na úrovni 0,98%, naopak maximum sme evidovali v roku 2013 na úrovni 1,5%.

Po analýze všetkých vstupných parametrov sme vypočítali náklady na vlastný kapitál touto metódou. Rovnako aj pre tento výpočet sme brali do úvahy tri roviny, pričom jediná zmena nastala v rizikovej premii kapitálového trhu. Začneme od najvyšších hodnôt a to pri prepočte rizikovej premie pomocou aritmetického priemeru. V sledovanom období od roku 2009 až po rok 2019 náklady na vlastný kapitál zaznamenali svoje maximum v roku 2016 na úrovni 22,02%, naopak svoje minimum v roku 2011 na úrovni 8,07%. Hodnota v poslednom sledovanom roku bola na úrovni 16,44%. Pri výpočte rizikovej prirážky získanej ako rozdiel celkového rizika krajiny a rizikovej premie pre národný trh náklady na vlastný kapitál dosiahli svoje maximum rovnako v roku 2016 na úrovni 22,06%, minimum v roku 2011 na úrovni 7,40%. V poslednom sledovanom roku sa výška nákladov na vlastný kapitál pohybovala na úrovni 15,47%. Dostávame sa k poslednému spôsobu prepočtu, a to geometrickým priemerom vypočítaná riziková prirážka kapitálového trhu. Pri tomto spôsobe výpočtu náklady na vlastný kapitál dosiahli svoje maximum obdobne ako pri predošlých dvoch prípadoch v roku 2016 na úrovni 17,29%, najnižšia hodnota bola zistená obdobne v roku 2011 na úrovni 6,63%. V poslednom analyzovanom roku dosiahla výška nákladov na vlastný kapitál úroveň 13,12%.

Druhou metódou, ktorú sme si zvolili na výpočet nákladov na vlastný kapitál, bola stavebnicová metóda. Všetky údaje potrebné pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou komplexnej stavebnicovej metódy sme čerpali zo súvahy a výkazu ziskov a strát podniku JUTEX s.r.o. Náklady na vlastný kapitál sme touto metódou určili ako súčet bezrizikovej výnosovej miery a rizikových premií za dva typy rizika – obchodného a finančného. Táto metóda je časovo aj prácne náročnejšia ako metóda s využitím modelu CAPM, nakoľko je potrebné vypočítať rizikovú premiú pre všetky čiastkové faktory rizika podniku. Táto metóda do svojho výpočtu zahŕňa ako systematické tak aj špecifické riziko, najmä týmto sa odlišuje od modelu CAPM..

Na určenie prirážky za obchodné riziko podniku sme analyzovali celkovo 6 oblastí a to – riziká odboru, riziká trhu, riziká konkurencie, riziká managementu, riziká obstarávacieho a prevádzkového charakteru a ostatné rizikové faktory pôsobiace na podnik. Každá oblasť obsahovala niekoľko čiastočných rizikových faktorov, ktoré bolo potrebné skúmať a posúdiť. Pre zníženie miery subjektivity sme jednotlivé čiastočné faktory obchodného rizika konzultovali v zásade len s vedením spoločnosti. V poslednom analyzovanom roku bola výška jednotlivých prirážok za obchodné riziko na úrovni 10,37%.

Následne sme charakterizovali finančné riziko, ktoré obsahovalo 7 čiastočných rizikových faktorov, ktoré sme analyzovali s využitím účtovnej závierky spoločnosti. Celková hodnota rizikovej prirážky finančného rizika bola na úrovni 4,46%. Pre spresnenie sme počítali s 1,50% rizikovou premiou za nižšiu likviditu spoločnosti. Po sčítaní všetkých potrebných rizikových prirážok s bezrizikovou výnosovou mierou sme dostali výslednú hodnotu nákladov na vlastný kapitál na úrovni 18,25%. Rovnako ako v roku 2019 sme analýzu rozšírili aj na predchádzajúce roky, pričom najnižšia hodnota nákladov na vlastný kapitál bola zistená v roku 2011 na úrovni 11,91% a najvyššia v roku 2017 na úrovni 19,49%.

Ako poslednú metódu na výpočet nákladov na vlastný kapitál sme si zvolili použitie benchmarkingového diagnostického systému finančných ukazovateľov INFA, ktorý je voľne prístupný na stránke ministerstva průmyslu a obchodu. Táto metóda sa zdala byť veľmi jednoduchá na použitie s využitím ukazovateľov ziskateľných z účtovnej závierky daného podniku. Pri tomto výpočte však nedokážeme zobrať do úvahy všetky jednotlivé špecifické rizikové faktory, ktoré pôsobia na daný podnik v konkrétnych podmienkach. Čo nám však táto metóda umožní je jednoduché a rýchle porovnanie výsledkov podniku s priemernými výsledkami odvetvia, rovnako ako aj špičky podnikov pôsobiacich v danom odvetví. Pri vypracovávaní nákladov na vlastný kapitál touto metódou sme zistil, že benchmarkingový diagnostický systém finančných ukazovateľov INFA je síce jednoduchý na použitie, no neposkytuje spracovanie dát pre rok 2019, čím sa pre nás v práci stal maximálne nepoužiteľným nástrojom. Síce dokáže zachytiť minulé vývoj no pre výpočet na základe súčasných vstupných údajov je táto metóda maximálne nevyhovujúca. Zhodnotíme teda aspoň vývoj výšky nákladov na vlastný kapitál za sledované obdobie od roku 2009 po rok 2018 a údaje nám poslúžia len pre potreby porovnania. Náklady na vlastný kapitál dosiahli maximum v roku 2017 na úrovni 18,87% a naopak svoje minimum v roku 2011 na úrovni 8,16%.

Na základe jednotlivých výsledkov praktickej časti práce možno konštatovať jednoznačnú rozdielnosť výsledkov použitých metód. Každopádne, pre výber najvhodnejšej metódy pre výpočet nákladov na vlastný kapitál by sme zvolili výpočet nákladov na vlastný kapitál použitím komplexnej stavebnicovej metódy profesora Maříka, nakoľko nám dokáže dať presný pohľad na každý jeden parameter systematického aj špecifického rizika. Samozrejme, záleží aj od situácie, pre ktorú je potrebné vypočítať výšku nákladov na vlastný kapitál. Túto metódu by sme volili, ak by sa náklady na vlastný kapitál vypočítavali pre potreby investičného rozhodovania o rozširovaní podniku v rámci rovnakej oblasti podnikania, kedy podnik nemá možnosť diverzifikáciou znížiť svoje podnikateľské riziko len na úroveň systematického rizika.

Na druhej strane, v prípade hodnotenia investičných projektov z pohľadu investora, by sme brali za podstatné údaje z metódy s využitím modelu CAPM, každopádne zaujímali by nás aj výsledky komplexnej stavebnicovej metódy profesora Maříka. Model CAPM by sme použili ako metódu pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál, ak by sme uvažovali o výpočte všeobecnej hodnoty podniku. Komplexnú stavebnicovú metódu by sme odporučili použiť v prípade, keď by bolo použitie metódy s využitím modelu CAPM nemožné. Model CAPM má výhodu aj v tom, že aj ak podnik hľadá nové príležitosti, alebo sa jeho financovanie alebo celý podnikový mix výrazne líši od súčasného predmetu podnikania, dá sa veľmi jednoducho použiť, na rozdiel od komplexnej stavebnicovej metódy.

V prípade poslednej metódy s využitím benchmarkingového systému na stránke <https://www.mpo.cz/benchmarking/infa.html>, ktorú sme v práci použili, sme zistili určitú nepružnosť pre výpočet nákladov na vlastný kapitál pre aktuálne obdobie, hlavne kvôli nemožnosti spracovania dát za rok 2019 ešte takmer v polovici roku 2020. Model INFA pre výpočet nákladov na vlastný kapitál je však možné vypočítať samostatne, problematické je nastavenie hraníc pre určenie rizikových prirážok pri jednotlivých parametroch výpočtu.

Záver

Práca bola zameraná na vymedzenie a analýzu problematiky stanovenia nákladov na vlastný kapitál s osobitným dôrazom na vymedzenie rizika ovplyvňujúceho náklady. Hlavným cieľom práce bolo na základe získaných poznatkov v konkrétnom podniku navrhnúť vhodný model výpočtu nákladov na vlastný kapitál, pri zohľadnení účelu použitia a špecifik podnikania. V teoretickej časti sme na základe získaných poznatkov opisovali jednotlivé metódy a modeli na výpočet nákladov na vlastný kapitál. Na základe popisu jednotlivých metód sme boli schopní v ďalšej časti práce využiť nadobudnuté vedomosti a prakticky ich zhodnotiť v nasledujúcej časti.

V praktickej časti sme si vybrali dve metódy na výpočet nákladov na vlastný kapitál. Prvou skúmanou metódou bola metóda s využitím modelu CAPM, pri ktorej sme museli identifikovať všetky jednotlivé vstupné parametre, ktoré vchádzajú do výpočtu.

Ďalšou metódou bola metóda stavebnicová, pričom sme použili dve varianty. Prvou bola komplexná stavebnicová metóda, pri ktorej bolo potrebné špecifikovať všetky rizikové faktory pôsobiace na podnik a následne ich pretransformovať do rizikových prírážok. Druhou bolo využitie benchamrkingového diagnostického systému finančných ukazovateľov INFA, kde bolo potrebné analyzovať účtovnú závierku vybraného podniku a následne zadanie jednotlivých finančných ukazovateľov do systému.

Následne sme porovnávali jednotlivé výšky nákladov na vlastný kapitál a v poslednej časti našej práce sme hodnotili jednotlivé metódy a vybrali najvhodnejšiu pre výpočet nákladov na vlastný kapitál v danom podniku.

Cieľom práce bolo na základe aplikácie získaných poznatkov v konkrétnom podniku navrhnúť vhodný model výpočtu nákladov na vlastný kapitál. K tomuto hlavnému cieľu nám dopomohlo niekoľko čiastkových cieľov.

V konečnom dôsledku môžeme zhodnotiť, že ciele, ktoré sme si vytýčili na začiatku diplomovej práce boli naplnené.

ZOZNAM BIBLIOGRAFICKÝCH ODKAZOV

- (1) BRIGHAM, Eugene F. a kol. *Financial Management : Theory and Practice*. 14 edition. Nashville : South-Western, 2008. 1163s. ISBN 978-1111972219.
- (2) COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. 3 edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 200. 492s. ISBN 978-0471361909.
- (3) COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN. *Unternehmenswert : Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 577s. ISBN 3-593-36895-1.
- (4) DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. Second Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2011. 1008s. ISBN: 978-0-471-28332-4.
- (5) DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation. Security Analysis fo Investment and Corporate Finance*. Second Edition. New York : Wiley & Sons, 1994. 665s. ISBN: 978-0-471-10897-9
- (6) DURČÁKOVÁ, Jaroslava - MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. 3. rozšířené a doplněné vydání. Praha: Management Press., 2007. 487s. ISBN 978-80-7261-170-6.
- (7) HAMPLOVÁ, Eva. *Vybrané problémy finanční analýzy firmy*. Brno : Masarykova Univerzita, 1999. 93s. ISBN 978-80-2548-154-2.
- (8) HORVÁTHOVÁ Jarmila - MOKRIŠOVÁ, Martina - SUHÁNYIOVÁ, Alžbeta. *Finančný controlling pre manažérov*. 1 vyd. Prešov : Bookman, s. r. o., 2016. 218s. ISBN 978-80-8165-151-9.
- (9) CHAJDIK, Jozef. *Ekonomická analýza stavu a vývoja firmy*. 1 vyd. Bratislava: Statis, 2004. 353s. ISBN 80-85659-32-8.
- (10) JAKUBEC, Miroslav - KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie Hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. 284s. ISBN978-80-8168-460-9.
- (11) KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2., rozšířené vydání. Praha : Grada, 2012. 240 s. ISBN 978- 80-2474-456-8.
- (12) KUPKOVIČ, Milan. *Podnikové hospodárstvo*. 7. dopl. vyd. Bratislava : Sprint, 2003. 452s. ISBN 80-88848-71-7.
- (13) MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 3. upravené vydanie. Praha : Ekopress, 2011. 548s. ISBN 978-80-86929-80-4.

- (14) MAŘÍK, Miloš a kol. *Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání . Praha : Ekopress, 2018. 551s. ISBN 80-717-9529-1.
- (15) MAŘÍKOVÁ, Pavla – MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vyd. .* Praha : Ekopress, 2005. 164s. ISBN 8086119610
- (16) MLYNÁROVIČ, Vladimír. *Finančné investovanie*. Bratislava : IURA EDITION spol. s.r.o., 2001. 294 s. ISBN 80-89047-16-5.
- (17) NEUMAIEROVÁ, Inka - NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 2. kompletní vyd. Praha : Grada, 2002. 216s. ISBN 985-30-6354-658-1.
- (18) PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. Praha : Grada, 2005. 372s. ISBN 80-24710-46-3.
- (19) RADOVÁ Jarmila - DVOŘÁK Petr - MÁLEK Jiří. *Finanční matematika pro každého*. 8 rozšířené vyd. Praha : Grada, 2013. 304s. ISBN 9788024748313.
- (20) REŽŇÁKOVÁ Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha : Grada, 2012. 144s. ISBN 9788024718354.
- (21) VALACHYNSKÝ Karol – MARKOVIČ, Peter. *Finančné inžinierstvo*. Bratislava : Wolters Kluwer (Iura Edition), 2001. 294s. ISBN 8089047084.
- (22) VLACHYNSKÝ, Kraol a kol. *Podnikové financie*. Bratislava : Iura Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3.
- (23) VOCHOZKA, Marek - MULAČ, Petr a kol. *Podniková ekonomika*. Praha : Grada, 2012. 576s. ISBN 9788024743721.
- (24) BAILLIE, Richard T. - DEGENNARO, Ramon P. *Stock Returns and Volatility. Journal of Financial and Quantitative Analysis* [elektronický zdroj]. Cambridge, 1990, 12 s. [cit. 2020-03-13]. Dostupné na: <http://dx.doi.org/10.2307/2330824>
- (25) BERK, Jonathan B. *Assessing asset pricing models using revealed preference. Journal of financial economics* [elektronický zdroj]. Cambridge, 2015, 39 s. [cit. 2019-12-16]. Dostupné na: <https://www.nber.org/papers/w20435.pdf>
- (26) DAMODARAN, A., 2020. *Equity Risk Premiums: Looking backwards and towards* [elektronický zdroj] [cit. 2020-04-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- (27) HILL, Robert Alan. *The Capital assets pricing model*. [elektronický zdroj]. 59 s.[cit. 2019-11-20]. Dostupné na: <https://ercd.files.wordpress.com/2013/07/the-capital-asset-pricing-model-by-robertalaan-hill.pdf>

- (28) HITCHNER, James R. *IBBOTSON INDUSTRY RISK PREMIUM DATA: IF YOU USE IT, USE IT WITH KNOWLEDGE* [elektronický zdroj]. 4s. [cit. 2020-4-20].
Dostupné na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/9781119205517.oth1>
- (29) MAŘÍK, Miloš – MAŘÍKOVÁ Pavla. *Přirážky k diskontní míře – teoretické a praktické problémy modelu rizika země* [elektronický zdroj]. 2014, 17s. [cit. 2019-11-25].
Dostupné na: https://iom.vse.cz/wp-content/uploads/page/447/OP12_Diskuse-k-modelu-rizika-zem%C4%9B.pdf
- (30) MINISTERSTVO PRUMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY.
Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. [elektronický zdroj].
[cit. 2020-4-22]. Dostupné na : <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-infa--30195/>

Prílohy

Príloha 1 – Prehľad rizikových faktorov

Obchodné riziká

Riziká na úrovni oboru

Stupne rizika	Dynamika oboru	Úroveň rizika
1.	Stabilný odbor, väčšie zmeny sa nepredpokladajú (tempo asi na úrovni inflácie)	Nízke
2.	Dlhodobu mierne rastúci odbor (tempo asi na úrovni rastu HDP)	Primerané
3.	Odbor v kríze, tendencie k poklesu, ťažko predvídateľný vývoj	Zvýšené
4.	Veľmi rýchlo rastúci odbor, pravdepodobné zvraty a výkyvy	Vysoké

Stupne rizika	Závislosť odboru od hospodárskeho cyklu	Úroveň rizika
1.	Nezávislosť odboru od hospodárskeho cyklu	Nízke
2.	Mierna závislosť od hospodárskeho cyklu	Primerané
3.	Podstatná závislosť od hospodárskeho cyklu	Zvýšené
4.	Typická cyklická produkcia	Vysoké

Stupne rizika	Potenciál inovácií v odbore	Úroveň rizika
1.	Štandardný odbor s minimom technologických zmien	Nízke
2.	Štandardný odbor s miernymi technologickými zmenami	Primerané
3.	Odbor so značným technologickým rastom, ale bez radových inovácií	Zvýšené
4.	Odbor vyznačujúci sa zásadnými technologickými inováciami	Vysoké

Stupne rizika	Určovanie trendov v odbore	Úroveň rizika
1.	Podnik sa výrazne podieľa na určovaní nových trendov v odbore	Nízke
2.	Podnik je schopný rýchlo reagovať na nové trendy v odbore	Primerané
3.	Podnik je schopný primerane zachytiť nové trendy v odbore	Zvýšené
4.	Podnik ťažko zachytáva a doháňa nové trendy v odbore	Vysoké

Riziká na úrovni trhu

Stupne rizika	Kapacita trhu, možnosť expanzie	Úroveň rizika
1.	Nenasýtený domáci trh, dominantný podiel, minimálny vývoz	Nízke
2.	Nenasýtený domáci trh, podiel na trhu porovnateľný s hlavnými konkurentmi, minimálny vývoz	Primerané
3.	Nasýtený domáci trh, nájdené nové zahraničné trhy	Zvýšené
4.	Nasýtený domáci trh, hľadanie nových zahraničných trhov	Vysoké

Stupne rizika	Riziká dosiahnutia tržieb	Úroveň rizika
1.	Preukázateľná história tržieb, prognózovaný malý rast tržieb	Nízke

2.	Preukázateľná história tržieb, prognózovateľný rast tržieb	Primerané
3.	Nová spoločnosť, bez histórie tržieb, mierny rast tržieb	Zvýšené
4.	Nová spoločnosť, bez histórie tržieb, extrémny alebo skokový rast tržieb	Vysoké

Stupne rizika	Riziká preniknutia na trhy, cieľové trhy	Úroveň rizika
1.	Zabehnuté výrobky, rozhodujúce sú súčasné trhy	Nízke
2.	Zabehnuté výrobky, zvýšenie trhového podielu alebo preniknutie na nové trhy	Primerané
3.	Nové výrobky, súčasné trhy	Zvýšené
4.	Nové výrobky, nové trhy	Vysoké

Riziká konkurencie

Stupne rizika	Konkurencia	Úroveň rizika
1.	Trhová medzera, konkurencia nepôsobí	Nízke
2.	Nekonsolidovaná konkurencia na cieľovom trhu	Primerané
3.	Ťažký vstup a pôsobenie medzi existujúcimi konkurentmi	Zvýšené
4.	Zvyšujúci sa tlak existujúcich konkurentov, nástup novej konkurencie	Vysoké

Stupne rizika	Konkurencieschopnosť produktov	Úroveň rizika
1.	Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so špičkovou konkurenciou	Nízke
2.	Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so lepšou konkurenciou	Primerané
3.	Parametre, životnosť, univerzálnosť - porovnateľné so priemernou konkurenciou	Zvýšené
4.	Parametre, životnosť, univerzálnosť - nižšie ako priemerná konkurencia	Vysoké

Stupne rizika	Ceny	Úroveň rizika
1.	Ceny nižšie ako konkurencia, uspokojivá marža zisku, možnosť poskytnutia zliav	Nízke
2.	Ceny a marža zisku podobná ako u konkurencie	Primerané
3.	Ceny porovnateľné s cenami konkurencie, nízka marža zisku	Zvýšené
4.	Ceny vyššie ako u konkurencie, minimálna marža zisku	Vysoké

Stupne rizika	Kvalita a riadenie kvality	Úroveň rizika
1.	Lepšia ako u konkurencie	Nízke
2.	Porovnateľná s úrovňou konkurencie	Primerané
3.	Mierne nižšia ako u konkurencie	Zvýšené
4.	Výrazne zaostávajúca za úrovňou konkurencie, časté reklamácie	Vysoké

Stupne rizika	Výskum a vývoj	Úroveň rizika
1.	Samostatný vývoj, nové sofistikované výrobky, náskok pred konkurenciou	Nízke
2.	Vývoj reaguje na požiadavky zákazníkov, vylepšovanie súčasných konkurenčných výrobkov	Primerané
3.	Kopírovanie konkurenčných výrobkov, snaha dosiahnuť konkurenciu	Zvýšené

4.	Absencia vlastného vývoja, podniková kooperácia, príležitostné objednávky	Vysoké
----	---	--------

Stupne rizika	Reklama a propagácia	Úroveň rizika
1.	Pravidelné náklady, väčšie ako v odvetví, účinnosť vysoká	Nízke
2.	Pravidelné náklady zodpovedajúce priemeru v odvetví, účinnosť bežná	Primerané
3.	Nepravidelne, sporný prínos	Zvýšené
4.	Nepravidelne, obmedzené náklady, neistý prínos	Vysoké

Stupne rizika	Distribúcia, servis	Úroveň rizika
1.	Vybudovaná distribučná sieť, rýchle a spoľahlivé dodávky	Nízke
2.	Vybudovaná distribučná sieť, občas nepravidelné dodávky zákazníkom	Primerané
3.	Neúplná distribučná sieť	Zvýšené
4.	Nedostatočná distribučná sieť, bez spätnej väzby	Vysoké

Stupne rizika	Vízia, stratégia	Úroveň rizika
1.	Jasná vízia, stratégia a jasné prostriedky ich dosiahnutia	Nízke
2.	Zmena vízie, upresňovanie stratégie a bezprostredných cieľov spoločnosti	Primerané
3.	Stratégia spoločnosti sa postupne vytvára	Zvýšené
4.	Neurčitá stratégia, prevažuje improvizácia	Vysoké

Stupne rizika	Kľúčové osobnosti	Úroveň rizika
1.	Zastupiteľnosť kľúčových osobností	Nízke
2.	Dostupná primeraná náhrada	Primerané
3.	Náročná náhrada kľúčových osobností	Zvýšené
4.	Vysoká závislosť od niekoľkých kľúčových osobností	Vysoké

Stupne rizika	Organizačná štruktúra	Úroveň rizika
1.	Jednoduchá a prehľadná štruktúra, komunikácia bez problémov	Nízke
2.	Jednoduchá a prehľadná štruktúra, bežné komunikačné problémy	Primerané
3.	Zložitá organizačná štruktúra, viacúčelové riadenie	Zvýšené
4.	Komplikovaná, neprehľadná, často sa meniaci štruktúra	Vysoké

Prevádzkové a obstarávacie riziká

Stupne rizika	Štruktúra obstarávaného výrobku z pohľadu druhu výrobku	Úroveň rizika
1.	Stabilné vzory a farby	Nízke
2.	Osvedčené materiály pre výrobu vlákien a podkladu	Primerané
3.	Nové netradičné vzory a farby	Zvýšené
4.	Inovatívne technológie výroby nových materiálov	Vysoké

Stupne	Doprava	Úroveň
--------	---------	--------

rizika		rizika
1.	Tradičná kamiónova doprava	Nízke
2.	Nákladná železničná doprava	Primerané
3.	Lodná doprava	Zvýšené
4.	Letecká doprava	Vysoké

Stupne rizika	Požiadavky na výrobu nakupovaného výrobku - produktu	Úroveň rizika
1.	Bežne dostupné profesie, bez mimoriadnych nárokov na kvalifikáciu	Nízke
2.	Dostupné profesie, bežná učňovská, stredoškolská, vysokoškolská kvalifikácia	Primerané
3.	Vyšší podiel špecializovaných profesií, požiadavky na zvyšovanie kvalifikácie	Zvýšené
4.	Prevaha vysoko špecializovaných profesií	Vysoké

Stupne rizika		Úroveň rizika
1.	Dodávatelia	Nízke
2.	Stabilní dodávatelia, pravidelne požadované množstvo, bez problémov	Primerané
3.	Stabilizovaný okruh dodávateľov, bežné dodávateľské problémy	Zvýšené
4.	Čiastočná zmena kľúčových dodávateľov, výpadky dodávok	Vysoké

Veľmi nestáli dodávatelia, pravidelné problémy s dodávkami

Ostatné faktory prevádzkových ziskových marží (pridanej hodnoty)

Stupne rizika	Úroveň fixných nákladov	Úroveň rizika
1.	Podiel fixných nákladov (aktív) na celkových nákladoch (aktívach) je malý	Nízke
2.	Podiel fixných nákladov (aktív) sa pohybuje okolo priemeru	Primerané
3.	Podiel fixných nákladov (aktív) je vysoký	Zvýšené
4.	Podiel fixných nákladov (aktív) je veľmi vysoký	Vysoké

Stupne rizika	Postavenie podniku voči odoberateľom	Úroveň rizika
1.	Veľmi silné postavenie - väčší počet malých odoberateľov	Nízke
2.	Väčší počet odoberateľov, niekoľko väčších odoberateľov s neprevažujúcim podielom	Primerané
3.	Slabšie postavenie - rozhodujúci vplyv má niekoľko veľkých odoberateľov	Zvýšené
4.	Slabé postavenie . Závislosť od jedného silného odoberateľa alebo dvoch silných silných odoberateľov	Vysoké

Stupne rizika	Postavenie podniku voči dodávateľom	Úroveň rizika
1.	Veľmi silné postavenie - väčší počet malých dodávateľov	Nízke
2.	Silné postavenie - väčší počet dodávateľov, niekoľko väčších dodávateľov s neprevažujúcim podielom	Primerané
3.	Slabšie postavenie - rozhodujúce postavenie má niekoľko veľkých dodávateľov	Zvýšené
4.	Slabé postavenie - závislosť o jedného silného dodávateľa alebo dvoch silných dodávateľov	Vysoké

Stupne rizika	Bariéry vstupu do odvetvia	Úroveň rizika
---------------	----------------------------	---------------

1.	Veľmi silné	Nízke
2.	Silné	Primerané
3.	Prekonateľné	Zvýšené
4.	Slabé	Vysoké

Finančné riziká

Stupne rizika	Úročený cudzí kapitál/vlastný kapitál	Úroveň rizika
1.	Nízky podiel cudzích zdrojov, dostatočná úverová kapacita	Nízke
2.	Primerané cudzie zdroje, priestor na ďalšie financovanie cudzím kapitálom	Primerané
3.	Cudzie zdroje v rovnakej výške ako vlastný kapitál	Zvýšené
4.	Cudzie zdroje vyššie ako vlastný kapitál	Vysoké

Stupne rizika	Krytie úverov - EBIT/platené úroky	Úroveň rizika
1.	Dosahuje hodnotu 4,5 a viac	Nízke
2.	Dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49	Primerané
3.	Dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17	Zvýšené
4.	Dosahuje hodnotu nižšiu ako 1,57	Vysoké

Stupne rizika	Krytie splátok úveru z cash flow - EBIT/(splátka úveru + lízingová splátka)	Úroveň rizika
1.	Cash flow mnohonásobne prevyšuje splátky	Nízke
2.	Cash flow niekoľkonásobne prevyšuje splátky	Primerané
3.	Cash flow dostatočne prevyšuje splátky	Zvýšené
4.	Cash flow je nižší ako 1,2 násobok splátok	Vysoké

Stupne rizika	Podiel čistého pracovného kapitálu (WC) na obežných aktívach	Úroveň rizika
1.	WC kryje aj časť prechodnej výšky obežných aktív	Nízke
2.	WC kryje stálu výšku obežných aktív	Primerané
3.	WC nekryje stálu výšku obežných aktív	Zvýšené
4.	WC je nulový alebo dokonca záporný	Vysoké

Stupne rizika	Bežná a okamžitá likvidita	Úroveň rizika
1.	Vysoká bežná a okamžitá likvidita, dostatočné likvidné prostriedky	Nízke
2.	Vysoká bežná likvidita, mierna závislosť od zásob	Primerané
3.	Zvyčajná hodnota bežnej likvidity, nízky podiel likvidných prostriedkov v obežných aktívach	Zvýšené
4.	Nízka bežná likvidita, vysoké pohľadávky a zásoby, nedostatok likvidných prostriedkov	Vysoké

Stupne rizika	Priemerná doba inkasa pohľadávok	Úroveň rizika
1.	Zodpovedá dobe splatnosti faktúr	Nízke

2.	Primerane prevyšuje splatnosť faktúr	Primerané
3.	Značne prevyšuje splatnosť faktúr, riziko nedobytných pohľadávok	Zvýšené
4.	Vysoko prevyšuje splatnosť faktúr, značný podiel nedobytných pohľadávok	Vysoké

Stupne rizika	Doba držania zásob	Úroveň rizika
1.	Zodpovedá minimálnym nutným technologickým zásobám	Nízke
2.	Priemraná rezerva zásob, mierne predzásobovanie	Primerané
3.	Zreteľne vyššie zásoby ako je nevyhnutné, čiastočne zastarané zásoby	Zvýšené
4.	Vysoko predzásobovaná spoločnosť, vysoký podiel zastaraných a neprejaných zásob	Vysoké

Príloha 2 - Súvaha Jutex 2019

DIČ: 2020173562

Súvaha Úč POD 1-01

Ozna- čenie a	STRANA AKTÍV b	Číslo riadku c	Bežné účtovné obdobie		Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie	
			1		2	3
			Brutto-časť 1	Korekcia-časť 2	Netto	Netto
	Spolu majetok r. 002 + r. 033 + r. 074	001	4 964 548	1 296 527	3 668 021	3 905 538
A.	Neobežný majetok r. 003 + r. 011 + r. 021	002	1 504 885	1 161 437	343 448	242 038
A.I.	Dlhodobý nehmotný majetok súčet (r. 004 až 010)	003	54 486	48 221	6 265	8 019
A.I.1.	Aktivované náklady na vývoj (012) - /072, 091A/	004				
2.	Softvér (013)-/073, 091A/	005	39 433	39 433		
3.	Ocenené práva (014)-/074, 091A/	006	15 053	8 788	6 265	8 019
4.	Goodwill (015) - /075, 091A/	007				
5.	Ostatný dlhodobý nehmotný majetok (019, 01X) - /079, 07X, 091A/	008				
6.	Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok (041) - 093	009				
7.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok (051) - 095A	010				
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok súčet (r. 012 až 020)	011	1 450 399	1 113 216	337 183	234 019
A.II.1.	Pozemky (031) - 092A	012				
2.	Stavby (021) - /081, 092A/	013				
3.	Samostatné hnuťelné veci a súbory hnuťelných vecí (022) - /082, 092A/	014	1 450 399	1 113 216	337 183	234 019
4.	Pestovateľské celky trvalých porastov (025) - /085, 092A/	015				
5.	Základné stádo a ťažné zvieratá (026) - /086, 092A/	016				
6.	Ostatný dlhodobý hmotný majetok (029, 02X, 032) - /089, 08X, 092A/	017				
7.	Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok (042) - 094	018				
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok (052) - 095A	019				
9.	Opravná položka k nadobudnutému majetku (+/- 097) +/- 098	020				
A.III.	Dlhodobý finančný majetok súčet (r. 022 až 032)	021				
A.III.1.	Podielové cenné papiere a podiely v prepojených účtovných jednotkách (061A, 062A, 063A) - /096A/	022				
2.	Podielové cenné papiere a podiely s podielovou účasťou okrem v prepojených účtovných jednotkách (062A) - /096A/	023				

3.	Ostatné realizovateľné cenné papiere a podiely (063A) - /096A/	024				
4.	Pôžičky prepojeným účtovným jednotkám (066A) - /096A/	025				
5.	Pôžičky v rámci podielovej účasti okrem prepojeným účtovným jednotkám (066A) - /096A/	026				
6.	Ostatné pôžičky (067A) - /096A/	027				
7.	Dlhové cenné papiere a ostatný dlhodobý finančný majetok (065A, 069A, 06XA) - /096A/	028				
8.	Pôžičky a ostatný dlhodobý finančný majetok so zostatkovou dobou splatnosti najviac jeden rok (066A, 067A, 069A, 06XA) - /096A/	029				
9.	Účty v bankách s dobou viazanosti dlhšou ako jeden rok (22XA)	030				
10.	Obstarávaný dlhodobý finančný majetok (043) - 096A	031				
11.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý finančný majetok (053) - 095A	032				
B.	Obežný majetok r. 34 + r. 41 + r. 53 + r. 66 + r. 71	033	3 451 438	135 090	3 316 348	3 638 354
B.I.	Zásoby súčet (r. 035 až 040)	034	2 496 061	44 086	2 451 975	2 589 594
B.I.1.	Materiál (112, 119, 11X) - /191, 19X/	035	4 642		4 642	5 061
2.	Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby (121, 122, 12X) - /192, 193, 19X/	036	35 159		35 159	50 128
3.	Výrobky (123)-194	037				
4.	Zvieratá (124) - 195	038				
5.	Tovar (132, 133, 13X, 139) - /196, 19X/	039	2 456 260	44 086	2 412 174	2 485 168
6.	Poskytnuté preddavky na zásoby (314A) - 391A	040				49 237
B.II.	Dlhodobé pohľadávky súčet (r. 42 + r. 46 až r. 52)	041	37 623		37 623	38 705
B.II.1.	Pohľadávky z obchodného styku súčet (r. 43 až r. 45)	042				11 840
1.a.	Pohľadávky z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	043				
1.b.	Pohľadávky z obchodného styku v rámci podielovej účasti okrem pohľadávok voči prepojeným účtovným jednotkám (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	044				
1.c.	Ostatné pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	045				11 840
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	046				
3.	Ostatné pohľadávky voči prepojeným účtovným jednotkám (351A) - /391A/	047				
4.	Ostatné pohľadávky v rámci podielovej účasti okrem pohľadávok voči prepojeným účtovným jednotkám (351A) - /391A/	048				

5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA) - 391A	049				
6.	Pohľadávky z derivátových operácií (373A, 376A)	050				
7.	Iné pohľadávky (335A, 336A, 33XA, 371A, 374A, 375A, 378A) - /391A/	051				
8.	Odložená daňová pohľadávka (481A)	052	37 623		37 623	26 865
B.III.	Krátkodobé pohľadávky súčet (r. 54 + r. 58 až r. 65)	053	824 167	91 004	733 163	809 562
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku súčet (r. 55 až r. 57)	054	817 539	91 004	726 535	800 246
1.a.	Pohľadávky z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	055				
1.b.	Pohľadávky z obchodného styku v rámci podielovej účasti okrem pohľadávok voči prepojeným účtovným jednotkám (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	056				
1.c.	Ostatné pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - /391A/	057	817 539	91 004	726 535	800 246
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	058				
3.	Ostatné pohľadávky voči prepojeným účtovným jednotkám (351A) - /391A/	059				
4.	Ostatné pohľadávky v rámci podielovej účasti okrem pohľadávok voči prepojeným účtovným jednotkám (351A) - /391A/	060				
5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA, 398A) - 391A	061	2 237		2 237	4 345
6.	Sociálne poistenie (336) - 391A	062				
7.	Daňové pohľadávky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347) - 391A	063				
8.	Pohľadávky z derivátových operácií (373A, 376A)	064				
9.	Iné pohľadávky (335A, 33XA, 371A, 373A, 374A, 375A, 376A, 378A) - 391A	065	4 391		4 391	4 971
B.IV.	Krátkodobý finančný majetok súčet (r. 67 až r. 70)	066				
B.IV.1.	Krátkodobý finančný majetok v prepojených účtovných jednotkách (251A, 253A, 256A, 257A, 25XA) - /291A, 29XA/	067				
2.	Krátkodobý finančný majetok bez krátkodobého finančného majetku v prepojených účtovných jednotkách (251A, 253A, 256A, 257A, 25XA) - /291A, 29XA/	068				
3.	Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely (252)	069				
4.	Obstarávaný krátkodobý finančný majetok (259, 314A) - /291A/	070				
B.V.	Finančné účty r. 072 + r. 073	071	93 587		93 587	200 493
B.V.1.	Peniaze (211, 213, 21X)	072	73 658		73 658	58 220

2.	Účty v bankách (221A, 22X +/- 261)	073	19 929		19 929	142 273
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 075 až r. 078)	074	8 225		8 225	25 146
C.1.	Náklady budúcich období dlhodobé (381A, 382A)	075				425
2.	Náklady budúcich období krátkodobé (381A, 382A)	076	7 926		7 926	24 316
3.	Príjmy budúcich období dlhodobé (385A)	077				
4.	Príjmy budúcich období krátkodobé (385A)	078	299		299	405

DIČ: 2020173562

Súvaha Úč POD 1-01

Ozna- čenie a	STRANA PASÍV b	Číslo riadku c	Bežné účtovné obdobie 4	Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie 5
	SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY r. 80 + r. 101 + r. 141	079	3 668 021	3 905 538
A.	Vlastné imanie r. 81 + r. 85 + r. 86 + r. 87 + r. 90 + r. 93 + r. 97 + r. 100	080	853 896	948 781
A.I.	Základné imanie súčet (r. 82 až r. 84)	081	20 000	20 000
A.I.1.	Základné imanie (411 alebo +/- 491)	082	20 000	20 000
2.	Zmena základného imania +/- 419	083		
3.	Pohľadávky za upísané vlastné imanie (/ - /353)	084		
A.II.	Emisné ážio (412)	085		
A.III.	Ostatné kapitálové fondy (413)	086		
A.IV.	Zákonné rezervné fondy r. 88 + r. 89	087	2 000	2 000
A.IV.1.	Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond (417A, 418, 421A, 422)	088	2 000	2 000
2.	Rezervný fond na vlastné akcie a vlastné podiely (417A, 421A)	089		
A.V.	Ostatné fondy zo zisku r. 91 + r. 92	090		
A.V.1.	Štatutárne fondy (423, 42X)	091		
2.	Ostatné fondy (427, 42X)	092		
A.VI.	Oceňovacie rozdiely z precenenia súčet (r. 94 až r. 96)	093		
A.VI.1.	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov (+/- 414)	094		
2.	Oceňovacie rozdiely z kapitálových účastí (+/- 415)	095		
3.	Oceňovacie rozdiely z precenenia pri zlúčení, splynutí a rozdelení (+/- 416)	096		
A.VII.	Výsledok hospodárenia minulých rokov r. 98 + r. 99	097	459 568	559 568
A.VII.1.	Nerozdelený zisk minulých rokov (428)	098	459 568	559 568
2.	Neuhradená strata minulých rokov (/ - /429)	099		
A.VIII.	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení +/- r. 01 - (r. 81 + r. 85 + r. 86 + r. 87 + r. 90 + r. 93 + r. 97 + r. 101 + r. 141)	100	372 328	367 213
B.	Záväzky r. 102 + r. 118 + r. 121 + r. 122 + r. 136 + r. 139 + r. 140	101	2 814 125	2 956 757
B.I.	Dlhodobé záväzky súčet (r. 103 + r. 107 až r. 117)	102	224 093	86 296

B.I.1.	Dlhodobé záväzky z obchodného styku súčet (r. 104 až r. 106)	103		
1.a.	Záväzky z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám (321A, 475A, 476A)	104		
1.b.	Záväzky z obchodného styku v rámci podielovej účasti okrem záväzkov voči prepojeným účtovným jednotkám (321A, 475A, 476A)	105		
1.c.	Ostatné záväzky z obchodného styku (321A, 475A, 476A)	106		
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	107		
4.	Ostatné záväzky voči prepojeným účtovným jednotkám (471A, 47XA)	108		
5.	Ostatné záväzky v rámci podielovej účasti okrem záväzkov voči prepojeným účtovným jednotkám (471A, 47XA)	109		
6.	Ostatné dlhodobé záväzky (479A, 47XA)	110		
7.	Dlhodobé prijaté preddavky (475A)	111		
8.	Dlhodobé zmenky na úhradu (478A)	112		
9.	Vydané dlhopisy (473A/-/255A)	113		
10.	Záväzky zo sociálneho fondu (472)	114	7 262	17 313
11.	Iné dlhodobé záväzky (336A, 372A, 474A, 47XA)	115	216 831	68 983
12.	Dlhodobé záväzky z derivátových operácií (373A, 377A)	116		
13.	Odložený daňový záväzok (481A)	117		
B.II.	Dlhodobé rezervy r. 119 + r. 120	118		
B.II.1.	Zákonné rezervy (451A)	119		
2.	Ostatné rezervy (459A, 45XA)	120		
B.III.	Dlhodobé bankové úvery (461A, 46XA)	121	188 514	188 514
B.IV.	Krátkodobé záväzky súčet (r. 123 + r. 127 až r. 135)	122	1 451 638	1 768 743
B.IV.1.	Záväzky z obchodného styku súčet (r. 124 až r. 126)	123	948 546	1 384 878
1.a.	Záväzky z obchodného styku voči prepojeným účtovným jednotkám (321A, 322A, 324A, 325A, 326A, 32XA, 475A, 476A, 478A, 47XA)	124		
1.b.	Záväzky z obchodného styku v rámci podielovej účasti okrem záväzkov voči prepojeným účtovným jednotkám (321A, 322A, 324A, 325A, 326A, 32XA, 475A, 476A, 478A, 47XA)	125		
1.c.	Ostatné záväzky z obchodného styku (321A, 322A, 324A, 325A, 326A, 32XA, 475A, 476A, 478A, 47XA)	126	948 546	1 384 878
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	127		
3.	Ostatné záväzky voči prepojeným účtovným jednotkám (361A, 36XA, 471A, 47XA)	128		
4.	Ostatné záväzky v rámci podielovej účasti okrem záväzkov voči prepojeným účtovným jednotkám (361A, 36XA, 471A, 47XA)	129		
5.	Záväzky voči spoločníkom a združeniu (364, 365, 366, 367, 368, 398A, 478A, 479A)	130	229 681	
6.	Záväzky voči zamestnancom (331, 333, 33X, 479A)	131	104 256	101 787
7.	Záväzky zo sociálneho poistenia (336)	132	61 100	58 466
8.	Daňové záväzky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347, 34X)	133	108 798	177 417

9.	Závazky z derivátových operácií (373A, 377A)	134		
10.	Iné záväzky (372A, 379A, 474A, 475A, 479A, 47XA)	135	- 743	46 195
B.V.	Krátkodobé rezervy r. 137 + r. 138	136	72 989	69 530
B.V.1.	Zákonné rezervy (323A, 451A)	137	72 989	54 280
2.	Ostatné rezervy (323A, 32X, 459A, 45XA)	138		15 250
B.VI.	Bežné bankové úvery (221A, 231, 232, 23X, 461A, 46XA)	139	876 891	843 674
B.VII.	Krátkodobé finančné výpomoci (241, 249, 24X, 473A, I-/255A)	140		
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 142 až r. 145)	141		
C.1.	Výdavky budúcich období dlhodobé (383A)	142		
2.	Výdavky budúcich období krátkodobé (383A)	143		
3.	Výnosy budúcich období dlhodobé (384A)	144		
4.	Výnosy budúcich období krátkodobé (384A)	145		

Príloha 3 Výkaz ziskov a strát JUTEX 2009

DIČ: 2020173562			Výkaz ziskov a strát Úč POD 2-01	
Ozna- čenie	Text	Číslo riadku	Skutočnosť	
			bežné účtovné obdobie	bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie
a	b	c	1	2
*	Čistý obrat (časť účt. tr. 6 podľa zákona)	01	9 831 266	9 443 681
**	Výnosy z hospodárskej činnosti spolu súčet (r. 03 až r. 09)	02	9 849 505	9 470 060
I.	Tržby z predaja tovaru (604, 607)	03	7 531 078	7 430 074
II.	Tržby z predaja vlastných výrobkov (601)	04		
III.	Tržby z predaja služieb (602, 606)	05	2 300 188	2 013 607
IV.	Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob (+/-) (účtová skupina 61)	06	- 14 969	- 17 438
V.	Aktivácia (účtová skupina 62)	07	3 647	2 676
VI.	Tržby z predaja dlhodobého nehmotného majetku, dlhodobého hmotného majetku a materiálu (641, 642)	08	7 208	6 650
VII.	Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti (644, 645, 646, 648, 655, 657)	09	22 353	34 490
**	Náklady na hospodársku činnosť spolu r. 11 + r. 12 + r. 13 + r. 14 + r. 15 + r. 20 + r. 21 + r. 24 + r. 25 + r. 26	10	9 323 336	8 937 903
A.	Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru (504, 507)	11	4 533 126	4 536 925
B.	Spotreba materiálu, energie a ostatných neskladovateľných dodávok (501, 502, 503)	12	1 242 435	1 119 701
C.	Opravné položky k zásobám (+/-) (505)	13	3 410	- 10 498
D.	Služby (účtová skupina 51)	14	1 157 882	1 104 068
E.	Osobné náklady (r. 16 až r. 19)	15	2 150 892	1 991 836
E.1.	Mzdové náklady (521, 522)	16	1 564 516	1 456 901
2.	Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva (523)	17		
3.	Náklady na sociálne poistenie (524, 525, 526)	18	516 275	476 175
4.	Sociálne náklady (527, 528)	19	70 101	58 760
F.	Dane a poplatky (účtová skupina 53)	20	11 524	11 924
G.	Odpisy a opravné položky k dlhodobému nehmotnému majetku a dlhodobému hmotnému majetku (r. 22 + r. 23)	21	115 337	87 202
G.1	Odpisy dlhodobého nehmotného majetku a dlhodobého hmotného majetku (551)	22	115 337	87 202

2.	Opravné položky k dlhodobému nehmotnému majetku a dlhodobému hmotnému majetku (+/-) (553)	23		
H.	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a predaného materiálu (541, 542)	24		
I.	Opravné položky k pohľadávkam (+/-) (547)	25	59 009	23 407
J.	Ostatné náklady na hospodársku činnosť (543, 544, 545, 546, 548, 549, 555, 557)	26	49 721	73 337
***	Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti (+/-) (r. 02 - r. 10)	27	526 169	532 157
*	Pridaná hodnota (r. 03 + r. 04 + r. 05 + r. 06 + r. 07) - (r. 11 + r. 12 + r. 13 + r. 14)	28	2 883 091	2 678 722
**	Výnosy z finančnej činnosti spolu r. 30 + r. 31 + r. 35 + r. 39 + r. 42 + r. 43 + r. 44	29	5 739	5 405
VIII.	Tržby z predaja cenných papierov a podielov (661)	30		
IX.	Výnosy z dlhodobého finančného majetku súčet (r. 32 až r. 34)	31		
IX.1.	Výnosy z cenných papierov a podielov od prepojených účtovných jednotiek (665A)	32		
2.	Výnosy z cenných papierov a podielov v podielovej účasti okrem výnosov prepojených účtovných jednotiek (665A)	33		
3.	Ostatné výnosy z cenných papierov a podielov (665A)	34		
X.	Výnosy z krátkodobého finančného majetku súčet (r. 36 až r. 38)	35		
X.1.	Výnosy z krátkodobého finančného majetku od prepojených účtovných jednotiek (666A)	36		
2.	Výnosy z krátkodobého finančného majetku v podielovej účasti okrem výnosov prepojených účtovných jednotiek (666A)	37		
3.	Ostatné výnosy z krátkodobého finančného majetku (666A)	38		
XI.	Výnosové úroky (r. 40 + r. 41)	39	2	2
XI.1.	Výnosové úroky od prepojených účtovných jednotiek (662A)	40		
2.	Ostatné výnosové úroky (662A)	41	2	2
XII.	Kurzové zisky (663)	42	5 737	5 403
XIII.	Výnosy z precenenia cenných papierov a výnosy z derivátových operácií (664, 667)	43		
XIV.	Ostatné výnosy z finančnej činnosti (668)	44		
**	Náklady na finančnú činnosť spolu r. 46 + r. 47 + r. 48 + r. 49 + r. 52 + r. 53 + r. 54	45	53 558	58 397
K.	Predané cenné papiere a podiely (561)	46		
L.	Náklady na krátkodobý finančný majetok (566)	47		
M.	Opravné položky k finančnému majetku (+/-) (565)	48		
N.	Nákladové úroky (r. 50 + r. 51)	49	26 744	19 850

2.	Nákladové úroky pre prepojené účtovné jednotky (562A)	50		
3.	Ostatné nákladové úroky (562A)	51	26 744	19 850
O.	Kurzové straty (563)	52	7 258	18 533
P.	Náklady na precenenie cenných papierov a náklady na derivátové operácie (564, 567)	53		
Q.	Ostatné náklady na finančnú činnosť (568, 569)	54	19 556	20 014
***	Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti (+/-) (r. 29 - r. 45)	55	- 47 819	- 52 992
****	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením (+/-) (r. 27 + r. 55)	56	478 350	479 165
R.	Daň z príjmov (r. 58 + r. 59)	57	106 022	111 952
R.1.	Daň z príjmov splatná (591, 595)	58	116 780	108 264
2.	Daň z príjmov odložená (+/-) (592)	59	- 10 758	3 688
S.	Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom (+/- 596)	60		
****	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení (+/-) (r. 56 - r. 57 - r. 60)	61	372 328	367 213