

# **Projekt vyhodnocení investičního záměru společnosti XY, s. r. o.**

Bc. Veronika Farská

---

Diplomová práce  
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2011/2012

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Veronika FARSKÁ**  
Osobní číslo: **M10799**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt vyhodnocení investičního záměru společnosti XY, s. r. o.**

Zásady pro vypracování:

## Úvod

### I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši ohledem metod hodnocení investicí.

### II. Praktická část

- Zhodnoťte současný stav způsobu financování investicí v podniku XY, s. r. o.
- Zpracujte finanční analýzu a vyberte přiměřený zdroj financování pro danou investici.
- Verifikujte zvolenou variantu řešení pomocí kalibrování různých makroekonomických ukazatelů.
- Vyhodnoťte efektivnost investice a proveďte rizikovou analýzu financování investičního záměru.

## Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:


**DLUHOŠOVÁ, Dana.** Finanční řízení a rozhodování podniku: Analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.  
**FOTR, Jiří; SOUČEK, Ivan.** Investiční rozhodování a řízení projektů: Jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů. Vyd. 1. Praha: Grada Publishing, 2011. 408 s. ISBN 978-80-247-3293-0.  
**IRWIN, David.** Finanční řízení: Podpora klíčových rozhodnutí. Vyd. 1. Praha: Profess Consulting, 2005. 232 s. ISBN 80-7259-019-7.  
**KALABIS, Zbyněk.** Bankovní služby v praxi: Jak se zorientovat v nabídce bankovních produktů. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2005. 148 s. ISBN 80-251-0822-1.  
**SYNEK, Miloslav.** Manažerská ekonomika. Vyd. 1. Praha: Grada Publishing, 1996. 455 s. ISBN 80-7169-211-5.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Eva Cipová  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 18. června 2012  
Termín odevzdání diplomové práce: 13. srpna 2012

Ve Zlíně dne 18. června 2012

  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



  
prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1</sup>;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2</sup>;
- podle § 60<sup>3</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

<sup>1</sup> zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

<sup>2</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

<sup>3</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60<sup>4</sup> odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně ..... 30. 7. 2012 .....

..... Farnová .....

<sup>4</sup> zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Předmětem této diplomové práce je vyhodnocení investičního záměru společnosti XY, s. r. o. Práce se skládá z dvou částí – teoretické a praktické.

V úvodní části je zformována kritická literární rešerše týkající se zejména problematiky metod hodnocení ekonomické efektivnosti investic. Na bázi těchto poznatků je pak zpracována praktická část sestávající z analytické a projektové. V analytické části jsou prostřednictvím účetních výkazů vypočtené nejnámější ukazatele poskytující informace o výkonnosti podniku a taky o jeho bonitě. Poslední částí je investiční projekt, kde kromě jiného řeším výběr přiměřeného zdroje financování a jeho budoucí dopady na podnik.

Klíčová slova: investiční projekt, externí zdroje financování, kapitál, finanční toky, bonita klienta, čistá současná hodnota

## **ABSTRACT**

The subject of this thesis is to evaluate an investment plan of XY Ltd. The work consists of two parts - theoretical and practical.

The introductory part is formed as a critical literature review relating to particular problems of evaluation methods of economic efficiency of investments. Based on these findings, the practical part consists of analysis and the investment project. In the analytical part by the financial statements are calculated the best known indicators providing information on business performance and also about its credibility. The last part of the investment project, which among other things I deal with the selection of adequate financial resources and its future impact on business.

Keywords: investment project, external sources of funding, capital, cash-flow, credibility of client, net present value

Moje poďakovanie patrí predovšetkým vedúcej mojej diplomovej práce Ing. Eve Cipovovej, ktorá mi ochotne poskytla odborné a cenné pripomienky a rady, ktoré som zúžitkovala pri spracovaní diplomovej práce.

V druhom rade ďakujem spoločnosti XY, s. r. o. za poskytnutie účtovných výkazov, konkrétne Ing. Jurajovi Ľuptákovi, ktorý mi dodal relevantné informácie.

Prehlasujem, že odovzdaná verzia diplomovej práce a verzia elektornická nahraná do IS/STAG sú totožné.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 INVESTIČNÁ ČINNOSŤ</b> .....	<b>13</b>
1.1    INVESTÍCIA .....	13
1.2    KLASIFIKÁCIA INVESTÍCIÍ.....	13
1.3    PRÍPRAVA A REALIZÁCIA INVESTIČNÉHO PROCESU.....	13
1.4    INVESTIČNÉ ROZHODOVANIE.....	14
1.5    ČINITELE OVPLYVŇUJÚCE VÝŠKU INVESTÍCIÍ .....	14
<b>2 HODNOTENIE EKONOMICKEJ EFEKTÍVNOSTI INVESTIČNÝCH PROJEKTOV</b> .....	<b>15</b>
2.1    STATICKE METÓDY .....	16
2.1.1    Metóda priemernej rentability .....	16
2.1.2    Metóda priemernej výnosnosti .....	17
2.1.3    Doba návratnosti .....	17
2.2    DYNAMICKÉ METÓDY.....	18
2.2.1    Doba návratnosti .....	18
2.2.2    Čistá súčasná hodnota .....	18
2.2.2.1    Čistá súčasná hodnota pri nemennom peňažnom toku .....	19
2.2.3    Index rentability .....	20
2.2.4    Vnútorne výnosové percento.....	21
2.2.5    Vnútorne výnosové percento pri nemennom peňažnom toku.....	21
2.3    NÁKLADOVÉ METÓDY .....	24
2.3.1    Metóda priemerných ročných nákladov .....	24
2.3.2    Metóda diskontovaných nákladov.....	24
2.4    ZHODNOTENIE .....	25
<b>3 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU</b> .....	<b>26</b>
3.1    EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA - EVA .....	26
3.2    URČENIE NÁKLADOV NA KAPITÁL .....	29
3.2.1    Faktory ovplyvňujúce WACC.....	30
3.2.1.1    Náklady na vlastný kapitál.....	31
3.2.1.2    Náklady na cudzí kapitál.....	32
3.3    FINANČNÉ HODNOTENIE PODNIKU .....	33
3.3.1    Bonitné modely .....	33
3.3.1.1    Index bonity .....	33
3.3.1.2    Kralickov quicktest .....	34
3.3.2    Bankrotne modely .....	35
3.3.2.1    Altmanova analýza .....	35
3.3.2.2    Index IN .....	35
3.4    RIZIKO.....	36
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>38</b>
<b>4 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI</b> .....	<b>39</b>



4.1	PROFIL SPOLOČNOSTI .....	39
4.2	HISTÓRIA PODNIKATELSKÝCH AKTIVÍT SPOLOČNOSTI .....	39
4.3	ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA .....	40
4.4	ŠPECIFIKÁCIA KONKURENCIE .....	41
4.5	BARIÉRY VSTUPU KONKURENCIE NA TRH .....	42
4.6	SWOT ANALÝZA PODNIKU .....	43
4.7	FINANCOVANIE INVESTÍCIÍ V PODNIKU XY, S. R. O. ....	44
4.7.1	Leasingová angažovanosť podniku XY, s. r. o. a jej zabezpečenie .....	45
4.7.1.1	Počítačový tomograf .....	46
4.7.1.2	Magnetická rezonancia .....	47
4.7.1.3	Osobný automobil .....	48
<b>5</b>	<b>FINANČNÁ ANALÝZA NA ZÁKLADE KLASICKÝCH UKAZOVATEĽOV .....</b>	<b>50</b>
5.1	ANALÝZA MAJETKOVEJ A FINANČNEJ ŠTRUKTÚRY .....	50
5.2	ANALÝZA VÝNOSOV A NÁKLADOV .....	52
5.3	ANALÝZA VÝVOJA ZISKU .....	53
5.4	ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE .....	55
5.5	POMEROVÉ UKAZOVATELE .....	56
5.5.1	Ukazovatele rentability .....	56
5.5.2	Ukazovatele likvidity .....	57
5.5.3	Ukazovatele aktivity .....	58
5.5.4	Ukazovatele zadĺženosti .....	59
<b>6</b>	<b>FINANČNÉ ZDRAVIE SPOLOČNOSTI .....</b>	<b>61</b>
6.1	BONITNÉ MODELY .....	61
6.1.1	Index bonity .....	61
6.1.2	Kralickov Quick-test .....	62
6.2	BANKROTNÉ MODELY .....	63
6.2.1	Altmanova analýza .....	63
6.2.2	Index IN05 .....	64
6.3	ZHODNOTENIE FINANČNÉHO ZDRAVIA .....	64
<b>7</b>	<b>INVESTIČNÝ PROJEKT SPOLOČNOSTI XY, S. R. O. ....</b>	<b>65</b>
7.1	POPIS INVESTÍCIE .....	65
7.2	PROJEKT FINANCOVANIA INVESTÍCIE .....	67
7.2.1	UniCredit Leasing .....	67
7.2.2	TATRA Leasing .....	69
7.2.3	Slovenská Sporiteľňa Leasing .....	70
7.2.4	Oberbank Leasing .....	70
7.3	PODMIENKY LEASINGOVÝCH SPOLOČNOSTÍ .....	71
7.4	ZHODNOTENIE VARIANT .....	72
<b>8</b>	<b>HODNOTENIE INVESTIČNÉHO PROJEKTU .....</b>	<b>74</b>
8.1	ODPISY .....	74
8.2	PEŇAŽNÉ TOKY .....	74
8.3	EFEKTÍVNOSŤ INVESTÍCIE .....	76
8.3.1	WACC .....	76

8.3.2	Čistá súčasná hodnota .....	76
8.4	PÔSOBENIE DANÍ .....	77
8.5	ANALÝZA RIZÍK A DOPORUČENIA .....	78
8.6	ZHODNOTENIE PRAKTICKEJ ČASTI .....	79
<b>ZÁVĚR .....</b>		<b>81</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>		<b>82</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>		<b>85</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>		<b>86</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>		<b>87</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>		<b>88</b>

## ÚVOD

V súčasnom konkurenčnom boji sa darí len podnikom, ktoré vedia efektívne narábať s kapitálom. Financovanie podnikateľských zámerov prostredníctvom vlastných zdrojov sa zdá byť najľahšou cestou, ale čo v prípade, keď je jeho výška nedostačujúca? Aj napriek tomu, že bankové domy a leasingové spoločnosti v roli veriteľov lákajú subjekty k poskytnutiu výhodných pôžičiek, doznievajúca hospodárska kríza, ktorej počiatky siahajú ešte do obdobia 80. rokov 20. storočia, nastavila mnoho bariér. Veritelia si uvedomujú, že poskytnutím finančne vysokej pôžičky podstupujú väčšie riziko a uvedomili si aj, že nie každý podnikateľský subjekt je ekonomicky gramotný. Moja diplomová práca sa okrem iného sústreďuje na problematiku získavania pôžičiek, prostredníctvom ktorých chce konkrétna spoločnosť zafinancovať svoj investičný projekt.

Diplomová práca je spracovaná do troch častí. V prvom oddieli sa venujem teoretickým poznatkom, ktoré nadväzujú na praktickú časť práce a sú nevyhnutné pre pochopenie danej témy. Väčšia časť teórie je venovaná metódam hodnotenia ekonomickej efektívnosti investícií.

Praktická časť sa venuje analytickému rozboru, ktorý zahŕňa hodnotenie výkonnosti podniku prostredníctvom klasických ukazovateľov. Cieľom je zhodnotiť výkonnosť podniku za posledné 3 roky. Obsahom analýzy je aj výpočet súhrnných ukazovateľov, ktoré vypovedajú o finančnej pozícii podniku a zaraďujú ho medzi bonitného alebo bankrotného klienta.

Projektová časť pozostáva už zo samotného dlhodobého investičného projektu. V prvom rade zahŕňa výber najvhodnejšej varianty jeho financovania. Ak na základe predchádzajúcich analýz podnik bude môcť ešte zvýšiť svoje zadĺženie, z trhovej ponuky po zvážení všetkých podmienok vyberiem inštitúciu, ktorá mu poskytne externé zdroje. Nevyhnutnou súčasťou je zhodnotenie efektívnosti investície. Budúce peňažné toky plynúce z investície posúdim aj na základe očakávaných makroekonomických zmien. Záverečná časť práce obsahuje riziko spojené s investičným projektom a moje vlastné postrehy.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 INVESTIČNÁ ČINNOST

## 1.1 Investícia

Pojem investícia má viacero definícií, ale každá z nich vedie k záveru, že sa jedná o obstaranie takeého aktíva, ktoré nie je určené k bezprostrednej spotrebe, ale prinesie jeho vlastníčkovi ekonomický úžitok v budúcnosti. (Smejkal a Rais, 2010)

Z finančného hľadiska podnikové investície predstavujú jednorázovo vynaložené kapitálové výdaje, ktoré budú prinášať peňažné príjmy v časovom horizonte dlhšom ako jeden rok. (Synek, 2003)

## 1.2 Klasifikácia investícií

Vzhľadom na druh majetku, do ktorého investujeme sa rozlišujú:

- hmotné investície – rozšírenie dlhodobého hmotného alebo obežného majetku
- nehmotné investície – nákup patentov, licencií, obchodnej známky, software, apod.
- finančné investície – spoluúčasť na podnikaní iného subjektu, nákup akcií, dlhopisov, cenných papierov, apod. (Vlachynský et al., 2006)

## 1.3 Príprava a realizácia investičného procesu

Investičný proces tvoria 4 základné fázy:

### 1) Predinvestičná fáza

Táto fáza pozostáva z nasledujúcich troch krokov: identifikácia projektov, predbežný výber, štúdium uskutočniteľnosti.

Pri *identifikácii projektov* sa investori snažia neustálym pozorovaním podnikateľského okolia získať čo najviac relevantných informácií o investičných príležitostiach. Výsledkom je tvorba portfólia projektov, ktoré prichádzajú do úvahy.

*Predbežný výber* investičných projektov je základ pre konečné rozhodnutie o prijatí alebo zamietnutí projektu.

*Technicko-ekonomická štúdia (Feasibly Study)* by mala poskytnúť podklady pre rozhodnutie o realizácii investície. V tomto kroku je spracovaná finančne-ekonomická analýza, ktorá obsahuje okrem iného zostavenie základných účtovných výkazov, potrebu kapitálu, spôsob financovania alebo prepočet kritérií hodnotenia projektu.

## 2) Investičná fáza

Predstavuje obdobie od zadania projektu až po jeho uvedenie do prevádzky. Jej súčasťou je projektová dokumentácia, realizácia projektu a jeho uvedenie do prevádzky.

## 3) Prevádzková fáza

V prevádzkovej fáze investícia vytvára peňažné toky a na ich základe sa rozhoduje o jej ekonomickej efektívnosti.

## 4) Fáza ukončenia a likvidácie

V tejto fáze sa končí životnosť investície a je len na investorovi, či majetok predá alebo zlikviduje. (Dluhošová et al., 2010)

# 1.4 Investičné rozhodovanie

Investičné rozhodovanie je rozhodnutie podnikateľskej jednotky o tom do akých aktív vloží svoje finančné prostriedky. S investičným rozhodnutím je úzko spojené finančné rozhodnutie, pri ktorom sa zvažuje veľkosť a štruktúra peňažných zdrojov potrebných k realizácii projektu. Základom pre obe rozhodnutia je peňažný tok plynúci do podniku počas životnosti konkrétnej investície. (Fotr a Souček, 2005)

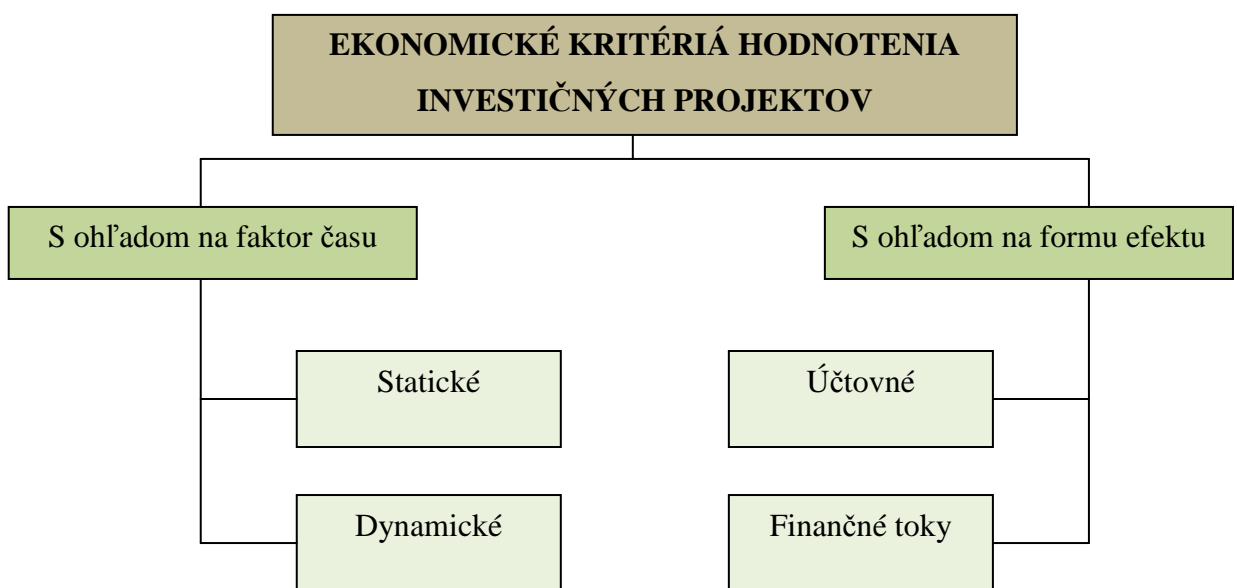
Hlavnými nástrojmi investičného rozhodovania sú ekonomické kritériá hodnotenia investičných projektov. (Dluhošová et.al ,2010)

# 1.5 Činitele ovplyvňujúce výšku investícií

- 1) **Príjmy.** Firmy sú ochotné investovať len v prípade, že realizácia investície im zabezpečí dodatočné príjmy.
- 2) **Investičné náklady.** Pri nepostačujúcej výške vlastných zdrojov podnikatelia financujú investície formou cudzích zdrojov, ktorých nákladom je úrok. Ich záujem investovať sa zväčšuje s klesajúcou úrokovou mierou.
- 3) **Očakávania.** Rozhodnutie podnikateľov investovať ovplyvňuje ich optimistický, resp. pesimistický výhľad budúceho hospodárskeho, politického a sociálneho vývoja.
- 4) **Dane a daňový systém.** Je dôležité určiť optimálnu mieru daňového zaťaženia. Vysoké daňové sadzby odrádzajú podnikateľov investovať, nízke naopak zhoršujú hospodársku politiku štátu. (Lisý et al., 2007)

## 2 HODNOTENIE EKONOMICKEJ EFEKTÍVNOSTI INVESTIČNÝCH PROJEKTOV

Predtým než podnik zrealizuje vybraný projekt, je nevyhnutné presvedčiť sa o tom, či investícia prinesie po dobu jej trvania zhodnotenie vložených zdrojov. K tomuto účelu slúžia viaceré ukazovatele ekonomickej efektívnosti, ktoré napomáhajú pri rozhodovaní o jej prijatí alebo zamietnutí. Kritéria hodnotenia výnosnosti sa rozčleňujú podľa niekoľkých hľadísk (Dluhošová et al., 2010) :



Obr. 1. Ekonomické kritériá hodnotenia investícií (vlastné spracovanie)

Nákladové a ziskové kritériá hodnotenia investícií sa súhrnne označujú ako účtovné. Nákladový prístup zohľadňuje pri hodnotení projektu úsporu nákladov, nielen investičných, ale aj prevádzkových. Špecifikom nákladových metód je, že majú diskontovanú aj nediskontovanú podobu. Ziskové kritérium sa sústreďuje na dosiahnuté zisky v ich rôznej podobe (EAT, EBIT, EBITDA a pod.,...) (Dluhošová et al., 2010)

Relevantnejším základom pre hodnotenie výnosnosti projektu sú ale čisté finančné toky plynúce do podniku po dobu fungovania investície. Vzhľadom na to, že sa jedná o proces plánovania, je určenie očakávaných peňažných príjmov náročnejšie, ale na rozdiel od účtovných kritérií sa vychádza zo skutočných efektov, ktoré projekt prináša. (Dluhošová et al., 2010)

Podľa toho, či kritériá prihliadajú na časovú hodnotu peňazí ich rozdeľujeme na statické a dynamické. Už z názvu vyplýva, že statické metódy nezohľadňujú faktor času a používajú sa pre hodnotenie investičných projektov s krátkou dobou ekonomickej životnosti. (Kráľovič a Vlachynský, 2011)

Dynamické metódy berú do úvahy fakt, že peňažná čiastka získaná dnes má väčšiu hodnotu ako rovnaká čiastka vydaná neskôr. Hodnota očakávaných peňažných tokov investičného projektu je diskontovaná, tzn. vzťahnutá k súčasnej pozícii investora. (Smejkal a Rais, 2010)

## 2.1 Statické metódy

### 2.1.1 Metóda priemernej rentability

V podnikovej praxi je táto metóda obľúbená z dôvodu jednoduchého prepočtu. Do pomeru sa dáva priemerný ročný zisk a priemerná ročná netto hodnota hmotného majetku. Hodnota dlhodobého hmotného majetku je teda ovplyvnená spôsobom odpisovania a výškou zostatkovej ceny. Pri výbere z viacerých variant je výhodnejší ten, ktorý má vyššiu rentabilitu. Prijat' je možné ale každú investíciu, ktorej výnosnosť je taká ako súčasná výnosnosť podniku. (Vlachynský et al., 2009)

Vlachynský et al. (2009) majú voči tejto metóde nasledujúcu výhradu:

- Porovnávaním rentability projektu s rentabilitou podniku môže dôjsť k nesprávnemu rozhodnutiu o prijatí, resp. zamietnutí investície (vysoko ziskové podniky zamietnu dobré projekty len preto, že majú o niečo nižšiu rentabilitu a menej ziskové podniky prijmú nevýhodné projekty, preto, že dosahujú rentabilitu podniku, ktorá je ale nízka)

Výhody:

- Jednoduchosť (Vlachynský et al., 2009)



### 2.1.2 Metóda priemernej výnosnosti

Táto metóda je modifikovanou verziou predchádzajúceho ukazovateľa. Je vyjadrená pomerom peňažných príjmov z investície, tzn. zisku po zdanení a odpisov k hodnote dlhodobého majetku. (Vlachynský et al., 2009)

Oproti predchádzajúcej metóde vyzdvihuje Vlachynský et al. (2009) výhodu, ktorá pramení z možnosti porovnávať projekty s odlišnou životnosťou (priemerný zdanený ročný zisk odráža vývoj nákladov, cien, objem a štruktúru výroby).

### 2.1.3 Doba návratnosti

Doba návratnosti, označovaná aj ako doba úhrady (Payback Period) je časový interval za ktorý kumulované prevádzkové príjmy pokryjú jedno rázové kapitálové výdaje vynaložené investorom v dobe výstavby projektu. Táto metóda sa ako jediná vyskytuje aj v diskontovanej aj nediskontovanej forme. (Kislingerová, 2010, Fotr a Souček, 2005)

$$\sum_{t=1}^{DÚ} FCF_t = JKV$$

*(vlastné spracovanie)*

#### Výhody:

- Vychádza z peňažných tokov
- Dynamická doba návratnosti zohľadňuje faktor času, náklady na kapitál
- Jednoduchosť
- Zrozumiteľnosť prepočtu (Kislingerová, 2011, Groppelli a Nikbakht, 2006)

#### Nevýhody:

- Nerešpektuje zmeny vo výške peňažného toku na začiatku a na konci doby úhrady
- Počíta s príjmami projektu len do doby návratnosti
- Statická doba úhrady neberie do úvahy riziko a časovú hodnotu peňazí
- Zdôrazňuje rýchlu návratnosť peňažných prostriedkov
- Nemožnosť sčítat projekty (Fotr a Souček, 2005, Srpová, 2010)

Táto metóda je vhodným kritériom pre hodnotenie krátkodobých projektov a tiež pre vysoko rizikové projekty. Vhodné je využiť ju aj v situáciách, kedy firma nedisponuje voľnými peňažnými prostriedkami, cudzie zdroje sú nákladné a preferuje teda svoju likviditu. V prípade, že sa doba návratnosti uplatňuje pre hodnotenie projektov s približne rovnakou životnosťou a zmeny v peňažných tokoch nie sú výrazné, jej nedostatky sa znižujú. (Fotr a Souček, 2005)

## 2.2 Dynamické metódy

### 2.2.1 Doba návratnosti

Dynamická doba návratnosti je doba, za ktorú diskontované príjmy pokryjú diskontované výdaje z investície. Podstata metódy je obdobná ako u statickej doby návratnosti s tým rozdielom, že údaje sú časovo aktualizované. Diskontované peňažné toky sa postupne kumulujú až do okamžiku, kým nedosiahne ich súčet kladnú hodnotu. Modifikovaná doba úhrady má úzku spojitosť s metódou čistej súčasnej hodnoty. Informuje investora o tom, aká je minimálna doba prevádzky projektu, aby dosiahol kladnú čistú súčasnú hodnotu. (Fotr a Souček, 2011)

Prednosťou tejto metódy je, že pokiaľ sa investičné výdaje splatia pred koncom životnosti projektu, potom musí mať investícia kladnú čistú súčasnú hodnotu. (Fotr a Souček, 2005)

Z môjho pohľadu táto modifikácia doby úhrady síce zohľadňuje zmenu hodnoty peňazí a je možné meniť diskontnú mieru v čase, ostatné nedostatky však neodstraňuje.

Aj keď patrí medzi metódy hodnotenia efektívnosti investičných projektov, meria predovšetkým očakávanú likviditu projektu. (Čížinská a Marinič, 2010)

$$\sum FCF_t (1 + R)^{-t} = KV$$

*(vlastné spracovanie)*

### 2.2.2 Čistá súčasná hodnota

Čistú súčasnú hodnotu získame, keď od súčasnej hodnoty všetkých budúcich peňažných tokov plynúcich z projektu po celú dobu jeho života odčítame súčasnú hodnotu všetkých kapitálových výdajov. Predstavuje absolútny prírastok (výnos) tržnej hodnoty firmy plynúci z realizácie investície. Prijatie investičného projektu je podmienené kladnou

výškou čistej súčasnej hodnoty, tzn. diskontované peňažné príjmy sú vyššie než kapitálové výdaje. (Dluhošová et al., 2010, Megginson, Smart a Lucey, 2008)

Kladná čistá súčasná hodnota projektu:

- Zvyšuje tržnú hodnotu podniku
- Zaručuje požadovanú výnosnosť (Dluhošová et al., 2010)

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K$$

(vlastné spracovanie)

Výhody:

- Východiskovým kritériom sú finančné toky projektu
- Rešpektuje faktor času aj riziko projektu
- Možnosť zmeny nákladu kapitálu v čase
- Aditívnosť, tzn. čisté súčasné hodnoty investičných projektov je možné sčítať
- Berie do úvahy celú dobu životnosti projektu (Dluhošová et al., 2010)

Nevýhody:

- Náročnosť stanovenia výšky diskontnej sadzby
- Nevyjadruje presnú mieru výnosnosti projektu
- Možnosť umelého nadhodnotenia projektu stanovením dlhšej doby životnosti
- Očakávané peňažné toky z investície nezodpovedajú skutočnosti (Capon, 2004, Kráľovič a Vlachynský, 2011)

### 2.2.2.1 Čistá súčasná hodnota pri nemennom peňažnom toku

Ak má investícia rovnomerný peňažný tok (s výnimkou investičných výdajov), na určenie čistej súčasnej hodnoty sa používa tzv. zásobitel. Je to súčet diskontných faktorov za dobu životnosti projektu a jeho hodnoty pre jednotlivé diskontné sadzby a doby životnosti sú uvedené v tabuľkách. (Fotr a Souček, 2005)

$$\check{C}SH = \check{C}PT \times \text{zásobitel} - IN$$

(vlastné spracovanie)

IN – investičné náklady

ČPT – čistý peňažný tok

Výhody:

Jednoduchosť výpočtu

Nevýhody:

Slabé praktické uplatnenie (investičné projekty nemávajú rovnomerný peňažný tok)  
(Fotr a Souček, 2005)

### 2.2.3 Index rentability

Index rentability, resp. index ziskovosti (*profitability index*) nám udáva, koľko súčasnej hodnoty budúcich peňažných príjmov pripadá na jednotku diskontovaných kapitálových nákladov. Číselne je vyjadrený ako pomer medzi aktualizovanou hodnotou budúcich príjmov a aktualizovanou hodnotou kapitálových výdajov. (Fotr a Souček, 2005)

Keďže index rentability používa pre výpočet rovnaké vstupné údaje ako čistá súčasná hodnota, výhody aj nevýhody majú spoločné. Okrem toho vedú k rovnakým záverom. Za výhodnú sa považuje investícia, pri ktorej je index väčší ako 1. Táto metóda je vhodná pre podnik, ktorý pripravil viacero vzájomne nezávislých investičných projektov, ale z dôvodu nedostatočných kapitálových zdrojov ich nemôže všetky realizovať, aj keď majú kladnú NPV. (Fotr a Souček, 2005, Vlachynský et al., 2006)

### 2.2.4 Vnútorné výnosové percento

Vnútorné výnosové percento znázorňuje takú výnosnosť projektu (úrokovú mieru), pri ktorej je súčasná hodnota peňažných tokov rovná nule, tzn. diskontované príjmy sú rovnaké ako diskontované výdaje. (Vlachynský et al., 2006, Smejkal a Rais, 2010 )

Táto metóda hovorí, ako vysoko by musel byť úročený bankový účet, na ktorý by sme uložili čiastku rovnú investičným výdajom, tak aby sa zhodnotili v priebehu jednotlivých rokov vložené prostriedky do výšky príjmov z investície. (Fotr a Souček, 2005)

Ekonomicky výhodné sú projekty, ktorých vnútorné výnosové percento prevyšuje náklad kapitálu nesúci rovnaké riziko. (Dluhošová et al., 2010)

$$IRR = i_n + \frac{NPV_n}{NPV_n + NPV_v} (i_v - i_n)$$

(vlastné spracovanie)

$i_n$  – diskontná sadzba, pri ktorej je NPV kladná ( $NPV_n$ )

$i_v$  – diskontná sadzba, pri ktorej je NPV záporná ( $NPV_v$ )

### 2.2.5 Vnútorné výnosové percento pri nemennom peňažnom toku

Pri rovnomernom peňažnom toku metóda vnútorného výnosového percenta obdobne využíva zásobitel. Keďže vnútorné výnosové percento je sadzba, pri ktorej je čistá súčasná hodnota nulová, tak zo vzťahu:

$$\check{C}SH = \check{C}PT \times \text{zásobitel} - IN$$

vyplýva:

$$\check{C}PT \times \text{zásobitel} = IN$$

a po úprave:

$$\text{Zásobitel} = IN / \check{C}PT.$$

(vlastné spracovanie)

Výhody:

Nie je potrebné presne kalkulovať diskontnú sadzbu

Príkladom môže byť situácia, kedy vnútorné výnosové percento je cca 20 %, odhadovaná diskontná sadzba je v rozmedzí 15 až 18 %, tzn. pod hranicou vnútorného výnosového percenta, čiže projekt je na základe tohoto kritéria prijateľný. (Fotr a Souček, 2005)

Nevýhody:

Nejednoznačnosť

Pri nekonvenčných peňažných tokoch vzniká viac než jedno riešenie

Ak je peňažný tok projektu štandardný, tzn. výdaje na začiatku a príjmy v dobe prevádzky, potom existuje iba jedno riešenie, na základe ktorého sa rozhodne o prijatí, resp. neprijatí projektu. Ak je však v období životnosti investície peňažný tok neštandardný (obnova, rozšírenie projektu) IRR nadobúda viac ako jednu hodnotu, a preto v tomto prípade táto metóda nie je odporúčaná.

Možnosť umelého nadhodnotenia projektu stanovením dlhšej doby životnosti

Krátkodobé úrokové sadzby nie sú rovnaké ako dlhodobé úrokové sadzby

Nie je možné meniť náklady kapitálu

Implicitná hodnota

Vylučujúce sa projekty (Fotr a Souček, 2005, Irwin a Souček, 2005)

Metóda IRR nie je spoľahlivým kritériom hodnotenia pri investíciách, ktoré majú odlišnú dobu životnosti a rozsah. (Fotr, 1995)

**Rozdiel čistej súčasnej hodnoty a vnútorného výnosového percenta**

## Rozdielna miera reinvestovania

A. Metóda čistej súčasnej hodnoty predpokladá, že čistý peňažný tok projektu z každého roku je reinvestovaný výnosovou mierou vo výške jeho diskontnej sadzby.

*Terminálová čistá súčasná hodnota* (Terminal Net Present Value) je postavená na predpoklade, že výnosová miera reinvestícií je iná ako diskontná sadzba.

B. Pri metóde vnútorného výnosového percenta sa reinvestície zhodnocujú diskontnou sadzbou zhodnou s týmto percentom. Z praktického hľadiska to ale nie je možné, pretože v prípade, že percento dosahuje vyššie hodnoty, tak neexistuje veľa investičných príležitostí poskytujúcich takúto vysokú výnosnosť.

*Modifikované vnútorné výnosové percento* reinvestuje kladné čisté peňažné toky diskontnou sadzbou stanovenou na základe reálneho ohodnotenia výnosnosti očakávaných investičných príležitostí a záporné toky úročí diskontnou sadzbou, ktorá zodpovedá prevládajúcej úrokovej miere. (Capon, 2004, Fotr a Souček, 2005)

Ak sa hodnotí efektívnosť jedného investičného projektu, obe metódy vedú k rovnakému záveru. Pokiaľ  $NPV > 0$ , tak vnútorné výnosové percento projektu prevyšuje jeho diskontnú sadzbu a teda je ekonomicky výhodné investíciu realizovať. Iný prípad nastáva, ak sa posudzuje výhodnosť viacerých projektov. Poradie výhodnosti v závislosti na použitej metóde môže byť rozdielne. Tento problém sa vyskytuje pri:

- obmedzených kapitálových prostriedkoch podniku,
- hodnotení vzájomne sa vylučujúcich projektoch,
- odlišných investičných nákladoch projektov,
- odlišnom časovom priebehu peňažného toku investícií. (Fotr a Souček, 2005, Megginson, Smart a Lucey, 2008)

## 2.3 Nákladové metody

Podstatou nákladových metod ako bolo spomenuté je úspora nákladov, a preto majú skôr doplnkový charakter. Používajú sa pri hodnotení dvoch variant s totožnými výsledkami (napr. rovnaký objem produkcie). (Vlachynský et al., 2006)

### 2.3.1 Metóda priemerných ročných nákladov

Je výhodné ju použiť vo fáze prípravy investičného projektu, ak je na výber iné technologické alebo technické riešenie, ale jedná sa o varianty s totožným objemom výstupu.

$$N_r = O + i \cdot K_V + P_n$$

*(vlastné spracovanie)*

$N_r$  – priemerné ročné náklady

$O$  – ročné odpisy

$I$  – úroková miera (priemerné náklady kapitálu)

$K_V$  – kapitálové výdaje

$P_n$  – ostatné ročné prevádzkové náklady

Slabou stránkou tejto metódy je, že nezohľadňuje časovú zmenu nákladov a má len doplnkový charakter. (Vlachynský et al., 2006)

### 2.3.2 Metóda diskontovaných nákladov

Počíta aj s investičnými aj s prevádzkovými nákladmi a s fungovaním aktíva počas celej doby života.

$$N_d = I + P_d$$

*(vlastné spracovanie)*

$N_d$  – diskontované náklady

$I$  – kapitálové výdaje

$P_d$  – diskontované ostatné ročné prevádzkové náklady bez odpisov

Metódou nie je možné porovnávať varianty s odlišnou dobou životnosti, pretože projekt s dlhšou životnosťou má vyššie prevádzkové náklady. (Valach, 1998)



## 2.4 Zhodnotenie

V investičnom procese je primárnym krokom identifikácia podnikateľských príležitostí. Vybrané projekty podstupujú technicko-ekonomickú štúdiu, ktorej súčasťou je okrem iného aj finančné a ekonomické vyhodnotenie projektu.

Obsah finančnej analýzy je nasledovný:

1. Stanovenie rozhodného dňa pre výpočet
2. Spracovanie účtovných výkazov
3. Výpočet pomerových ukazovateľov
4. Porovnanie s odvetvím, resp. s iným podnikom
5. Trendová analýza
6. Hodnotenie vzájomných vzťahov medzi ukazovateľmi
7. Zhodnotenie výsledkov (Smejkal a Rais, 2010)

Z uvedených informácií vyplýva, že dynamické metódy majú oproti statickým nespočetné množstvo predností. Z pohľadu finančného manažmentu je najvhodnejšou metódou hodnotenia investičných projektov čistá súčasná hodnota. Tá je uprednostňovaná aj pred vnútorným výnosovým percentom. Jej silnou stránkou je, že na rozdiel od ostatných metód vyjadruje absolútny prírastok jednotlivých projektov k hodnote podniku. Preto je kľúčovým kritériom najmä vo firmách, ktoré sa snažia zvýšiť svoju trhovú hodnotu. (Fotr a Souček, 2005)

Aj tu však treba zohľadniť fakt, že jej výsledok závisí od prognózy budúcich peňažných príjmov a kalkulácie alternatívneho nákladu, preto nezaručuje stopercentnú istotu. Finálne rozhodnutie o projekte musí rešpektovať najmä riziko spojené s budúcnosťou, a teda, že plánované výsledky nemusia zodpovedať skutočnosti. (Kráľovič a Vlachynský, 2011)

### 3 HODNOTENIE VÝKONNOSTI PODNIKU

Čo sa týka hodnotenia výkonnosti podniku, najvhodnejším kritériom podľa odborníkov je Ekonomická pridaná hodnota, ktorá má síce aj svoje nedostatky, ale jej obrovskou prednosťou je, že prepája strategické a operatívne rozhodovanie a zaisťuje jednotné fungovanie na všetkých úrovniach riadenia. (Pavelková Knápková, 2009)

#### 3.1 Ekonomická pridaná hodnota - EVA

Ekonomická pridaná hodnota meria ako spoločnosť svojimi činnosťami prispela k zvýšeniu, resp. zníženiu hodnoty pre svojich vlastníkov. (Pavelková a Knápková, 2009)

Kategória ekonomickej pridanej hodnoty pochádza z firmy Stern Stewart & Company z roku 1990. Informuje vlastníkov o „skutočnej cene vlastného kapitálu“. (Marinič, 2008)

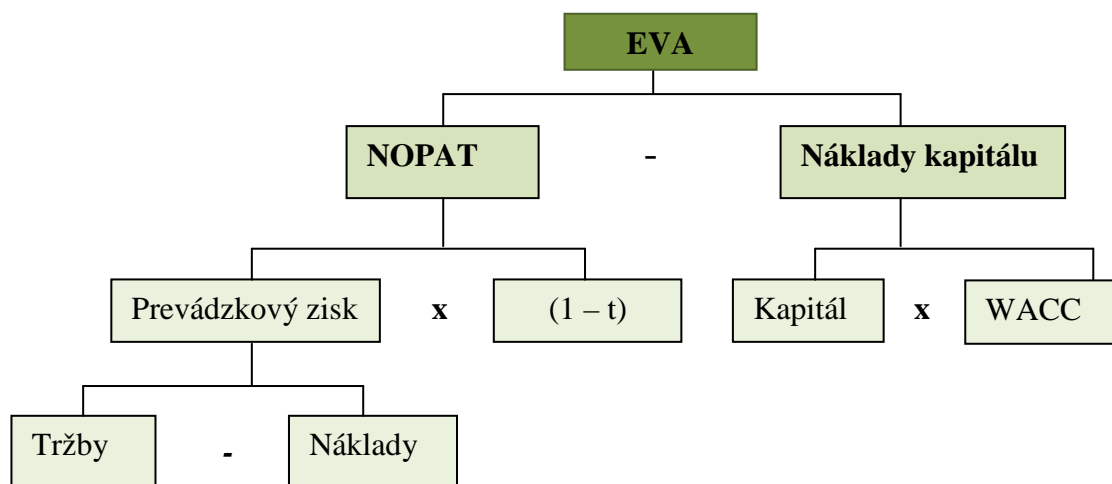
EVA za hlavný cieľ podnikania považuje maximalizáciu ekonomického zisku. (Pavelková a Knápková, 2009)

Ako bolo viackrát spomenuté, moderné ukazovatele počítajú okrem účtovných nákladov aj s oportunitnými nákladmi, čo sú náklady, ktorých sa podnik vzdá pri alternatívnom využití zdrojov. (Vochozka, 2011)

$$\textit{Ekonomický zisk} = \textit{účtovný zisk} - \textit{alternatívne náklady}$$

*(vlastné spracovanie)*

Zo vzorca vyplýva, že ekonomický zisk podnik dosiahne, až keď prekoná účtovný zisk. (Vochozka, 2011)



Obr. 2. Rozklad EVA (vlastné spracovanie)

Na základe uvedenej schémy je možné hodnotu podniku zvýšiť:

- zmenou kapitálovej štruktúry,
- zvýšením prevádzkového zisku,
- znížením nákladov na kapitál. (Čížinská a Marinič, 2010)

Najčastejšie sa EVA vyjadruje nasledovne:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

(vlastné spracovanie)

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – zisk z hlavnej činnosti po zdanení

C = NOA (Net Operating Assets) – čisté operatívne aktíva

WACC (Weighted Average Costs of Capital) – vážené priemerné náklady na kapitál

Pre porovnanie výkonnosti v jednotlivých rokoch sa používa tzv. spread (RONA - WACC). Ak je rentabilita vyššia než vážené kapitálové náklady, EVA je kladná a podnik tvorí novú pridanú hodnotu. (Pavelková a Knápková, 2009)

$$EVA = (RONA - WACC) \times C$$

*(vlastné spracovanie)*

$$RONA = NOPAT / C(NO A)$$

*(vlastné spracovanie)*

RONA (Return on Net Assets) – rentabilita čistých operatívnych aktív

### **NOPAT**

NOPAT je zisk z prevádzkovej činnosti podniku po zdanení. Na jeho určenie je potrebné previesť viaceré úpravy účtovného výsledku hospodárenia. (Pavelková a Knápková, 2009)

Pre určenie NOPAT sa vychádza z čistých operatívnych aktív.

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t)$$

*(vlastné spracovanie)*

### **NOA**

NOA (C) tvoria aktíva financované vlastným a cudzím kapitálom. (Pavelková a Knápková, 2009)

Pre určenie investovaného kapitálu sa vychádza buď z pasív rozvahy, vtedy hovoríme o finančnom prístupe (Capital - C) alebo z aktív, čo je majetkový prístup (Net Operating Assets - NOA).

Majetkový prístup je založený na:

- 1) aktivácií položiek, ktoré nie sú v majetku vykazované,
- 2) vyčlenení aktív nesúvisiacich s hlavnou činnosťou podnikania,
- 3) znížení aktív o neúročený cudzí kapitál. (Pavelková a Knápková, 2009)

### 3.2 Určenie nákladov na kapitál

WACC sú vyjadrené ako priemerná hodnota nákladov vlastného kapitálu a nákladov úročeného cudzieho kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2009)

$$WACC = N_{ck} \times \frac{CK}{C} + N_{vk} \times \frac{VK}{C}$$

(vlastné spracovanie)

WACC – vážené priemerné náklady na kapitál

CK – úročený cudzí kapitál

VK – vlastný kapitál

C – celkový kapitál

$N_{CK}$  – náklady cudzieho kapitálu

$N_{VK}$  ( $r_e$ ) – náklady na vlastný kapitál

Vážené priemerné náklady kapitálu sú nevyhnutnou súčasťou finančného rozhodovania.

Valach (1998) rozlišuje trojaký spôsob ich využitia:

- a) základ pre určenie diskontnej sadzby,
- b) vo forme mezných priemerných nákladov slúžia na stanovenie optimálnej výšky celkových kapitálových výdajov,
- c) pomáhajú pri rozhodovaní o optimálnej štruktúre kapitálu.

### 3.2.1 Faktory ovplyvňujúce WACC

Náklady kapitálu sú ovplyvnené faktormi, ktoré podnik nemôže ovplyvniť. Brigham a Ehrhardt (2011) a Kohout (2005) uvádzajú tieto tri:

#### 1. *Akciové a dlhopisové trhy*

V čase, keď dôjde k narušeniu trhov je pre podnik prakticky nemožné získať kapitál za rozumnú cenu. Ak úrokové sadzby v čase ekonomického vzostupu rastú, budú rásť nielen náklady dlhu, ale aj náklady vlastného kapitálu.

#### 2. *Riziková prémie*

Investorova averzia k riziku určuje rizikovú prémie. Jednotlivé firmy nemajú žiadnu kontrolu nad rizikovou prémie, ktorá ovplyvňuje náklady vlastného kapitálu a tým aj WACC.

#### 3. *Daňové sadzby*

Sadzba daní je používaná, keď podnik kalkuluje s úrokom za použitie cudzieho kapitálu, ktorý je používaný pre výpočet WACC. Čím sú dane z dividend a ziskov nižšie než je príjem z úrokov, tým podnik uprednostňuje financovanie prostredníctvom akcií pred financovaním formou dlhopisov.

Na druhej strane Brigham a Ehrhardt (2011) spomínajú aj faktory, ktoré ovplyvňujú náklady kapitálu a podnik ich môže kontrolovať. Patria medzi ne:

#### 1. *Politika kapitálovej štruktúry*

Podnik môže zmeniť kapitálovú štruktúru a tým zmeniť aj priemerné náklady kapitálu. Náklady na cudzí kapitál sú nižšie než náklady na vlastný kapitál, takže ak sa firma rozhodne používať viac externých zdrojov než vlastných, tak toto zvýšené používanie dlhu bude mať za následok zníženie WACC.

## 2. *Dividendová politika*

Ak je výplatný pomer dividend tak vysoký, že podnik musí emitovať nové akcie na financovanie investičného rozpočtu, potom výsledný pohyb nákladov tiež ovplyvní WACC.

## 3. *Investičná politika*

Pri odhadovaní nákladov na kapitál je východiskovým bodom požadovaná miera výnosu, ktorá odráža riziko zakomponované vo vlastnom majetku. Z tohoto dôvodu podnik implicitne predpokladá, že nový kapitál bude investovaný do aktív s rovnakým stupňom rizika akémá existujúci majetok.

### 3.2.1.1 *Náklady na vlastný kapitál*

Náklady na vlastný kapitál sú dané očakávanou mierou výnosu investorov s prihliadnutím k riziku podnikateľskej činnosti podniku. Je to minimálna výnosnosť, ktorú investičný projekt má vlastníkom priniesť aby bol efektívny. (Brigham a Ehrhardt, 2011)

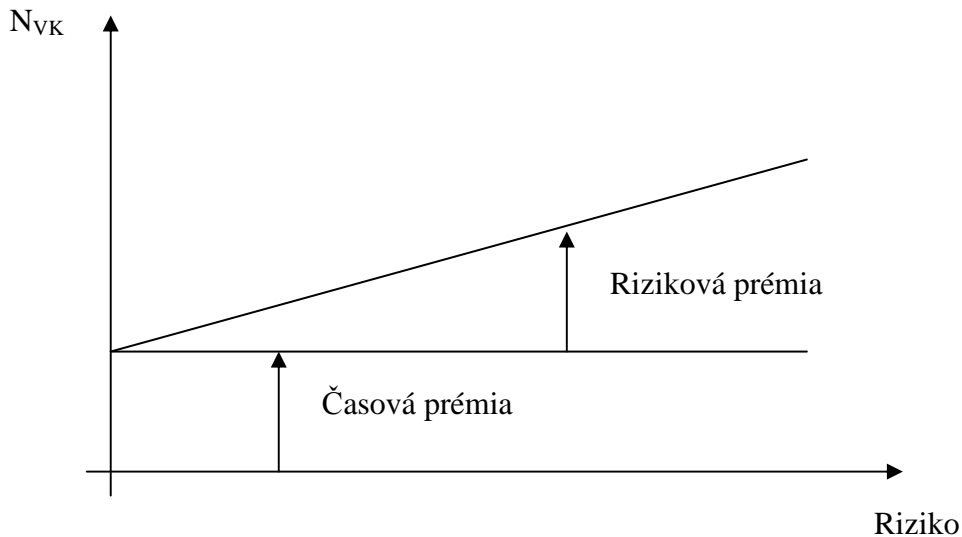
Spôsobov pre odhad nákladov na vlastný kapitál je viacero, najznámejšími sú:

- Model oceňovania kapitálových aktív (CAPM – Capital Asset Pricing Model)
- Stavebnicový model
- Model diskontovaných dividend
- Model arbitrážneho oceňovania (APT – Arbitrage pricing Theory)
- Priemerná rentabilita v odvetví
- Odvodenie z nákladov na cudzí kapitál (Pavelková a Knápková, 2009)

### **Riziko a náklady na kapitál**

Ako bolo už viackrát spomenuté, každá investícia so sebou nesie menšie či väčšie riziko. Výnosnosť investície, ktorá je neriziková sa nazýva časová prémia (bezriziková výnosnosť). Je to odmena za to, že vlastník kapitálu sa vzdal svojej súčasnej spotreby na úkor budúceho zhodnotenia vložených prostriedkov. Náklady vlastného kapitálu tvorí okrem toho aj riziková prémia. (Fotr a Souček, 2005)

Minimálnu požadovanú výnosnosť teda získame súčtom bezrizikovej výnosnosti a rizikovej prémie. (Pavelková a Knápková, 2009)



Obr. 2. Závislosť nákladov vlastného kapitálu na riziku podniku (Fotr a Souček, 2005)

Z uvedeného obrázku je zrejmé, že náklady vlastného kapitálu a riziko majú medzi sebou lineárny vzťah. Čím je riziko investície vyššie, tým sú náklady na vlastný kapitál a očakávaná miera výnosu investorov vyššie. (Fotr a Souček, 2005)

### 3.2.1.2 Náklady na cudzí kapitál

Stanoviť náklady na cudzí kapitál je jednoduchšie ako určiť náklady vlastného kapitálu. Nákladom cudzieho kapitálu je úroková sadzba, ktorú investori platia veriteľom z poskytnutého cudzieho zdroja (bankový úver, leasing) znížená o daňový štít. (Valach, 1998)

$$N_{CK} = i \times (1 - t)$$

(vlastné spracovanie)

$N_{CK}$  - náklady dlhu

$i$  – úroková sadzba z úveru

$t$  – daňový koeficient



Scholleová (2009) považuje za faktory, ktoré ovplyvňujú výšku úrokovej sadzby:

- *makroekonomickú situáciu* – výška úrokových sadzieb na trhu, na ktorom firma podniká
- *mieru súčasného zadĺženia* – ak dôjde k likvidácii podniku je lepšie byť jediným veriteľom, pri väčšom množstve sa vypláca podľa priorit
- *očakávanú výnosnosť podniku* – v prípade výnosnejšieho podniku nehrozí jeho insolventnosť
- *dobu viazania kapitálu*
- *možné zástavy*

### 3.3 Finančné hodnotenie podniku

Bankrotné a bonitné modely sú neoddeliteľnou súčasťou procesu schvaľovania bankových pôžičiek. Banky na základe hodnotenia bonity podnikov, zhodnocujú aké veľké riziko podstúpia, pokiaľ firme poskytnú úver. (Vochozka, 2011)

Kislingerová a Hnilica (2008) uvádzajú: „*Metod a postupů hodnocení bonity firmy a předvídání případného bankroti existuje nesčetně a finanční instituce většinou svoje postupy tají, neboť se jedná o jejich know-how. K nejjednodušším přístupům patří různé ukazatelové soustavy přidělující body. K těm složitějším pak sofistikované statistické postupy, které pracují s historickými řady dat a kalkulují různé pravděpodobnosti selhání firmy na základě určitých hodnot finančních ukazatelů.*“

#### 3.3.1 Bonitné modely

Bonitné modely patria k tzv. diagnostickým modelom. Cieľom je objektívne zhodnotiť úveruhodnosť podniku pomocou finančných ukazovateľov. Bonita býva často vyjadrená ratingom, na základe ktorého banka podnik zaradí do hodnotiacej škály s prihliadnutím k riziku. (Marinič, 2008)

##### 3.3.1.1 Index bonity

Pre výpočet Indexu bonity je nevyhnutné poznať hodnoty ukazovateľov uvedených v nasledujúcom vzorci:

$$IB = 1,5 \times \frac{\text{Cash flow}}{\text{Cudzle zdroje}} + 0,08 \times \frac{\text{Aktíva}}{\text{Cudzle zdroje}} + 10 \times \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktíva}} + 5 \times \frac{\text{Zisk}}{\text{Výnosy}}$$

$$| 0,3 \times \frac{\text{Zásoby}}{\text{Výnosy}} | 0,1 \times \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktíva}}$$

(vlastné spracovanie)

### 3.3.1.2 Kralickov quicktest

Rakúsky ekonóm Kralicek vychádza zo štyroch ukazovateľov, z ktorých dva sú zamerané na finančnú stabilitu a zvyšné dva sa orientujú na rentabilitu. Po spriemerovaní všetkých štyroch ukazovateľov získame výslednú hodnotu.

Tab. 1. Hodnoty Kralickovho quicktestu (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ	Konštrukcia ukazovateľa	Interval hodnoty v bodoch	Počet bodov
a	$\frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Aktíva}}$	$\geq 0,3$ 0,21 – 0,3 0,11 – 0,2 0,0 – 0,1 menej než 0,1	4 3 2 1 0
b	$\frac{\text{Dlhy spolu – peňažné prostriedky}}{\text{Cash flow prevádzkový}}$	3 a menej 3 - 5 5 - 12 12 – 30 30 a viac	4 3 2 1 0
c	$\frac{\text{Aktíva}}{\text{EBIT}}$	viac než 0,15 0,12 - 0,15 0,08 – 0,12 0,00 – 0,08 pod 0,0	4 3 2 1 0
d	$\frac{\text{Cash flow prevádzkový}}{\text{Tržby}}$	0,1 a viac 0,08 – 0,1 0,05 – 0,08 0,00 – 0,05 menej než 0 ; 4	4 3 2 1 0

Podnik, ktorý je na tom veľmi dobre, má celkové hodnotenie na úrovni 3 a viac bodov. Podnik so zlým finančným zdravím dosahuje 1 a menej bodov. (Marinič, 2008)

### 3.3.2 Bankrotné modely

Na základe bankrotných modelov je možné predpovedať finančné problémy podniku. Odpovedajú na otázku, či podniku v budúcnosti hrozí bankrot. (Růčková, 2011)

#### 3.3.2.1 Altmanova analýza

Altmanov model vyhodnocuje zdravie podniku prostredníctvom jedného čísla. Z-skóre v sebe obsahuje všetky hlavné časti finančnej analýzy, tj. likvidita, zadlženosť, rentabilita a kapitálová štruktúra. (Kislingerová, 2001)

Uvedené váhové hodnoty sú upravené od roku 1983 aj pre spoločnosti, ktoré nie sú obchodované na verejných trhoch. (Pavelková a Knápková, 2009)

$$Z\text{-skóre} = 0,717 \times X_1 + 0,847 \times X_2 + 3,107 \times X_3 + 0,420 \times X_4 + 0,998 \times X_5$$

(vlastné spracovanie)

$X_1$  = Čistý pracovný kapitál / Aktíva

$X_2$  = Nerozdelené zisky / Aktíva

$X_3$  = EBIT / Aktíva

$X_4$  = Tržná hodnota vlastného kapitálu / Cudzie zdroje

$X_5$  = Tržby / Aktív

#### 3.3.2.2 Index IN

Manželia Neumaierovi sú tvorcami štyroch verzií bankrotných indexov. Je možné ich rozdeliť nasledovne:

- veriteľská varianta IN95,
- vlastnícka varianta IN 99,
- komplexná varianta IN01,
- modifikácia komplexnej varianty IN05. (Vochozka, 2011)

Naposledy vytvorený index IN05 z roku 2005 bol skonštruovaný s ohľadom na české podmienky a akceptuje aj hľadisko vlastníka. Jeho vyjadrenie je nasledovné:

$$IN05 = 0,13 \times \frac{\text{Aktíva}}{\text{Cudzíe zdroje}} + 0,04 \times \frac{\text{EBIT}}{\text{nákl. úroky}} + 3,97 \times \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktíva}} \\ + 0,21 \times \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktíva}} + 0,09 \times \frac{\text{Obežné aktíva}}{(\text{kr. záväzky} + \text{kr. BÚ})}$$

(vlastné spracovanie)

Podľa dosiahnutých hodnôt je možné s vysokou pravdepodobnosťou predpovedať očakávaný vývoj. Scholleová a Hnilica (2008) uvádzajú, že ak vyjde:

- |                       |   |
|-----------------------|---|
| a) $IN05 < 0,9$       | firma speje k bankrotu (s pravdepodobnosťou 86 %) |
| b) $0,9 < IN05 < 1,6$ | firma sa nachádza v šedej zóne                    |
| c) $IN05 > 1,6$       | firma tvorí hodnotu (s pravdepodobnosťou 67 %)    |

### 3.4 Riziko

V dnešnom turbulentnom podnikateľskom prostredí je nevyhnutné brať do úvahy riziko, ktoré zohľadňujú dynamické metódy hodnotenia projektov. Riziko spojené s neistotou budúcich peňažných tokov ohrozuje najmä investičné projekty. Výnimočným prípadom sú investície do štátnych dlhopisov, ktoré so sebou nesú len minimálnu mieru rizika. To, že je riziko dôležitou súčasťou projektov, je evidentné aj z nespočetného množstva definícií tohto pojmu.

Najčastejšie sa riziko chápe ako možnosť, že s väčšou alebo menšou pravdepodobnosťou sa plánované hodnoty budú odchylovať od skutočných. Investičné riziko súvisí s budúcim vývojom hodnoty aktíva. Je vhodné uviesť aj rozdiel medzi rizikom a neistotou, ktoré spolu úzko súvisia. (Smejkal a Rais, 2010)

Riziko projektu alebo inej aktivity je spojené s neistými výsledkami (napr. finančnými), ktoré majú vplyv na situáciu investora. Neistota súvisí s neschopnosťou spoľahlivého odhadu faktorov rizika, ktoré vplývajú na výsledky projektov a iných podnikateľských aktivít. Medzi faktory rizika patrí napríklad vývoj predajných a nákupných cien materiálu a

surovín, technologických zmien, dopyt po produktoch apod. Neistota je príčinou rizikovosti projektov a aktivít. Nie je možné ju úplne odstrániť, ale dá sa redukovať. (Hnilica a Fotr, 2009)

Podľa toho, aký je prístup investora k riziku sa rozlišuje:

- averzia k riziku – podnikateľ sa vyhýba rizikovým situáciám
- sklon k riziku – vyhľadáva rizikové situácie s cieľom dosiahnuť nadpriemerné zisky
- neutrálny prístup – rovnováha medzi averziou k riziku a vyhľadávaním rizika. (Smejkal a Rais, 2010)

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 4 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI

### 4.1 Profil spoločnosti

Spoločnosť XY, s.r.o. sídliaca v Považskej Bystrici bola založená na základe spoločenskej zmluvy zo dňa 15.2.1993 zápisom do Obchodného registra Okresného súdu v Trenčíne. Zaoberá sa veľkoobchodom a predajom zdravotníckych zariadení so špecializáciou pre odbory stomatológia a rádiológia.

### 4.2 História podnikateľských aktivít spoločnosti

Podnikateľské aktivity spoločnosti vzhľadom na jej takmer 20 ročnú podnikateľskú históriu prechádzali mnohým etapami, ktoré sa dajú rozdeliť do 4 fáz:

a) 1993-2003

Obchodná činnosť s hutníckym, metalurgickým a stavebným materiálom, ktorá bola neskôr rozšírená aj o výrobu dymových kolien a rúr v prevádzke v Bytči.

b) 2003

Prenájom Zubnej polikliniky v Považskej Bystrici zubným lekárom a laborantom.

c) 2004

Prevádzkovanie počítačového tomografu. V septembri 2004 pribudla spoločnosti na základe licencie od Trenčianskeho samosprávneho kraja (TSK) ďalšia aktivita, a to ako prevádzkovateľ neštátneho zdravotníckeho zariadenia v Nemocnici s poliklinikou (NsP) v Považskej Bystrici – CT pracoviska. Pracovisko bolo získané delimitáciou NsP.

d) 2010

Prevádzkovanie magnetickej rezonancie. Od novembra 2010 sa spoločnosť stala na základe licencie od TSK prevádzkovateľom neštátneho zdravotníckeho zariadenia vo Fakultnej nemocnici v Trenčíne – MRI pracoviska.

V súčasnosti sa teda spoločnosť zaoberá tromi podnikateľskými aktivitami – prenájmu Zubnej polikliniky, prevádzkovaníu CT a prevádzkovaníu MRI.

### 4.3 Organizačná štruktúra

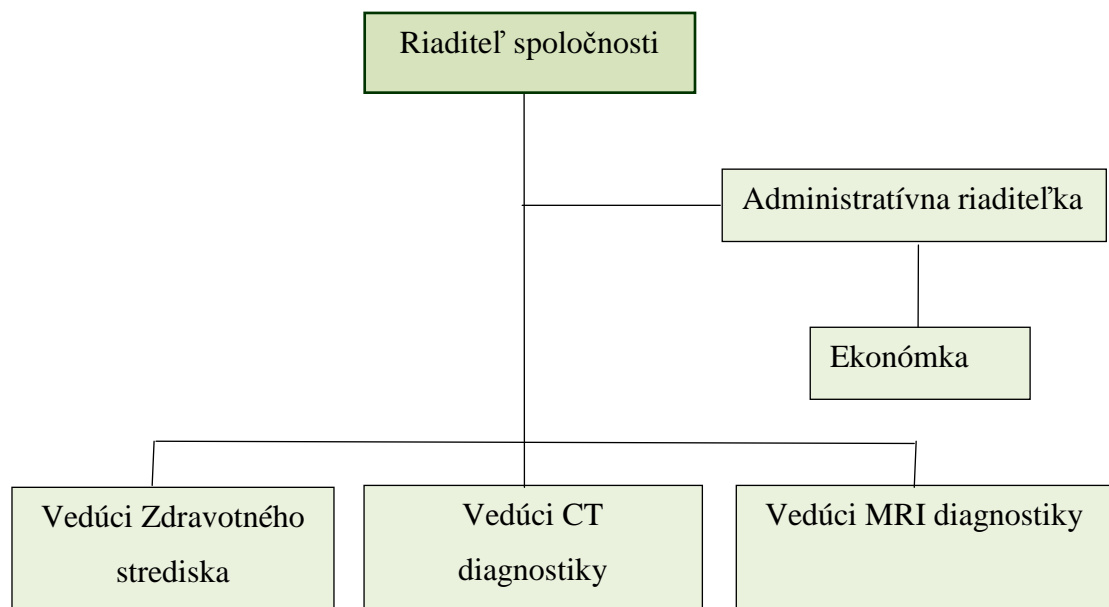
#### Charakteristika vlastníckych pomerov

Zakladateľmi spoločnosti v roku 1993 boli tri fyzické osoby. Momentálna vlastnícka štruktúra je stabilizovaná od roku 2006, kedy spoločníkmi a zároveň konateľmi spoločnosti sú tri osoby, každá v pomere 33 % obchodného podielu pri základnom kapitále 16 431 EUR.

#### Charakteristika manažmentu

Každý z kľúčových manažérov spoločnosti má minimálne 16 ročné bohaté odborné a praktické skúsenosti zo súkromného podnikania, ktoré plnohodnotne zúžitkovali pri etablovaní firmy na trhu. Ich široké kontakty v odbore by mali byť dostatočnou zárukou kvalitných dodávateľsko-odberateľských vzťahov, ktoré sú pilierom marketingovej stratégie spoločnosti.

Spoločnosť momentálne zamestnáva 17 interných zamestnancov (z toho 3 riadiacich) a 2 pracovníci pracujú na základe Dohody o pracovnej činnosti.



Obr. 3. Organizačná štruktúra spoločnosti XY, s. r.o. (vlastné spracovanie)



#### 4.4 Špecifikácia konkurencie

Trh, na ktorom spoločnosť vykonáva svoje podnikateľské aktivity môžeme označiť ako regionálny. Konkurencia sa rozdeľuje na tri časti podľa podnikateľských činností:

##### A. Prenájom Zubnej polikliniky v Považskej Bystrici

Za konkurenciu by sa dali považovať všetky stomatologické ambulancie v Považskej Bystrici, ale na rozdiel od „klasických“ ambulancií má poliklinika lepšie medicínske zariadenie a teda poskytuje aj komplexnejšie služby. Najbližšia zubná poliklinika sa nachádza až v Trenčíne.

a) Trenčín – U.S. Center, s. r. o.

##### B. Prevádzkovanie počítačového tomografu v Považskej Bystrici

XY, s. r. o. je jediné pracovisko tohoto druhu v považskobystrickom regióne (PB, Ilava, Dubnica, Nová Dubnica, Púchov). Najbližšie pracoviská s rovnakou špecializáciou sú vo vzdialenosti 30 až 60 km:

a) Žilina – Fakultná Nemocnica s poliklinikou

b) Martin – Univerzitná nemocnica

c) Trenčín – Fakultná nemocnica

d) Čadca – Fakultná nemocnica s poliklinikou

Okrem toho sa CT pracoviská nachádzajú aj v Trnave (MRI, s. r. o.), Bratislave (MEDIKA-Z, a.s.) alebo v mestách na východe Slovenska. Tieto ale nepredstavujú konkurenciu, pretože sú vo väčšej vzdialenosti a spoločnosť sa zameriava len na regionálny trh.

##### C. Prevádzkovanie magnetickej rezonancie v Trenčíne

V tomto prípade sa pôsobnosť podnikovej činnosti spojenej s magneticou rezonanciou rozširuje na celý Trenčiansky kraj. Ani tu z dôvodu monopolného postavenia v Trenčianskom kraji nepociťuje podnik vplyv konkurenčného prostredia. Blízke lokality, kde sa vyskytujú centrá magnetickej rezonancie sú totožné ako v prípade CT s výnimkou Trenčína:

a) Žilina – Fakultná nemocnica s poliklinikou

b) Martin – Diagnostické centrum PKL Martin, s. r. o.

c) Čadca – MEDIREO, s. r. o.

## 4.5 Bariéry vstupu konkurencie na trh

Podnikateľské aktivity spoločnosti spojené s prevádzkovaním CT a MRI by sa dali označiť za špecifické. Monopolné postavenie ovplyvňujú aj nasledujúce faktory:

- Licencie
- Vysoké investičné náklady
- Personálne obsadenie
- Kontakty

Spoločnosť má oprávnenie prevádzkovať zdravotnícke zariadenia a tiež Zubnú ambulanciu. Získať licenciu takýto druh podnikateľskej činnosti je však náročný proces, ktorý súvisí aj so solventnosťou podniku. Nákup magnetickej rezonancie a počítačového tomografu predstavuje finančne náročnú položku. Investičné náklady na CT sú cca 700 až 900 tis. EUR a cena MRI presahuje 2 500 tis. Vstup na trh v rádiológii si preto môže dovoliť len kapitálovo zaistený podnik. Je nevyhnutné zabezpečiť aj odborne kvalifikovaných zdravotníckych pracovníkov – rádiológov, ktorí budú vykonávať vyšetrenia.

#### 4.6 SWOT analýza podniku

SWOT analýza poukazuje na silné a slabé stránky podniku XY, s. r. o. a príležitosti a hrozby extreného prostredia spoločnosti XY, s. r. o.

Tab. 2 SWOT analýza podniku XY, s. r. o. (vlastné spracovanie)

<p><b>STRENGTHS – silné stránky</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Stabilita (19 rokov existencie na trhu, z toho 10 rokov v zdravotníctve)</li> <li>- Skúsený a vzdelaný management</li> <li>- Vyškolený a stabilizovaný personál</li> <li>- Špičkové technické vybavenie</li> <li>- Stabilné a dlhodobé dodávateľsko-odberateľské vzťahy</li> <li>- Vysoká miera kontraktácie</li> <li>- Diverzifikácia činností</li> </ul>	<p><b>WEAKNESS –slabé stránky</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Drahá pracovná sila (kľúčoví zamestnanci na rádiológii)</li> <li>- Chýba internetová stránka</li> </ul>
<p><b>OPPORTUNITIES – príležitosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Leader na regionálnom trhu (monopol CT v okrese Považská Bystrica, monopol MRI v Trenčianskom kraji)</li> <li>- Žiadna sezónnosť (stabilná požiadavka na výkony)</li> <li>- Perspektívny obor (nárast požiadaviek na typ diagnostiky CT, MRI)</li> </ul>	<p><b>THREATS – hrozby</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Hospodárska recesia (spomalenie rastu trhu)</li> <li>- Závislosť od hospodárenia Zdravotných poisťovní</li> <li>- Legislatívne zmeny</li> <li>- V budúcnosti možná hrozba vstupu silného konkurenta na tento trh</li> </ul>

#### 4.7 Financovanie investícií v podniku XY, s. r. o.

Od roku 2003 kedy spoločnosť začala so súčasnými podnikateľskými aktivitami pribudol do jej aktív nasledujúci DHM:

1) Zubná poliklinika + pozemok

V roku 2003 spoločnosť kombináciou vlastných zdrojov a 4 ročného investičného úveru od Slovenskej Sporiteľne odkúpila od Fakultnej nemocnice s poliklinikou budovu Zubnej polikliniky spolu s pozemkom v Považskej Bystrici. Túto budovu na vlastné náklady zrekonštruovala a jej priestory začala prenajímať. Spolufinancovanie investičnej činnosti bolo 30 % zo strany klienta.

2) Počítačový tomograf – CT 1

V novembri 2007 spoločnosť zakúpila prostredníctvom leasingovej angažovanosti nový počítačový tomograf General Electric SCT 7800, ktorý sa využíva na CT vyšetrenia.

3) Magnetická rezonancia – MRI

Od decembra 2010 pribudla do hnuiteľných súborov MRI Siemens AVANTO 1,5 T spolu s príslušenstvom. Táto investícia bola zakúpená prostredníctvom leasingu.

4) Osobný automobil

V júni 2011 spoločnosť zakúpila na leasing osobný automobil BMW X5 3,0 na obchodné účely.

#### 4.7.1 Leasingová angažovanosť podniku XY, s. r. o. a jej zabezpečenie

V nasledujúcej tabuľke je uvedený prehľad súčasného majetku spoločnosti XY, s. r. o., ktorý zahŕňa dve medicínske zariadenia súvisiace s hlavnou podnikateľskou činnosťou a osobný automobil využívaný na obchodné účely.

Tab. 3 Prehľad majetku spoločnosti XY, s. r. o. (vlastné spracovanie)

	<b>FORWARD, s.r.o., Považská Bystrica</b>	<b>UniCredit Leasing Slovakia, a. s., Bratislava</b>	<b>VB Leasing, s. r. o., Bratislava</b>
<b>Predmet leasingu</b>	CT- SCHIMADZU SCT 7800 TX	MRI – Siemens MAGNETOM Avanto 1,5 T	Osobný automobil BMW X5
<b>Typ úveru</b>	-	-	-
<b>Platnosť od:</b>	11/2007	12/2010	06/2011
<b>Platnosť do:</b>	10/2012	11/2015	05/2014
<b>Obstarávacia cena s DPH (v eur)</b>	452 772,56	2 598 619,10	68 884,03
<b>Mesačná splátka s DPH (v eur)</b>	9 646,30 (38 mesiacov) 9 727,36 (22 mesiacov)	56 918,84	1 522,64
<b>Typ/hodnota zabezpečenia</b>			
<i>-bianco zmenka</i>	áno	áno	nie
<i>-založenie pohľadávok z CT</i>	nie	nie	nie
<i>-založenie pohľadávok z MRI</i>	nie	áno	nie
<i>-založenie nehnutelnosti (Zubná poliklinika)</i>	nie	áno (na 1. mieste)	nie

Podnikateľská jednotka financuje väčšiu časť hnuiteľného majetku prostredníctvom leasingových spoločností formou leasingových splátok. Hlavný dôvod prečo firma financuje svoj majetok prostredníctvom leasingu je, že na rozdiel od bankových domov, leasingové spoločnosti sú orientované na financovanie predmetov ako sú stroje a technológie a navyše sa urýchľuje proces zavedenia zariadenia do prevádzky.

Leasingová spoločnosť na základe počítačového systému po zadaní podmienok leasingu vygenerovala splátkový kalendár, v ktorom sú uvedené jednotlivé hodnoty istiny, úrokov, DPH a poistenia počas trvania leasingového vzťahu. Konečná leasingová splátka zahŕňa istinu, úrok, DPH a poistenie.

V súčasnosti spoločnosť XY, s. r. o. spláca tri leasingy – počítačový tomograf, magnetickú rezonanciu a osobný automobil. Zo splátkových kalendárov jednotlivých zariadení vypočítam aké sú celkové úroky v prípade tomografu, rezonancie a automobilu. Celková suma preplatenia je tvorená úrokom z istiny a DPH z úrokov. Treba podotknúť že od 1.1.2011 sa zvýšila DPH z 19 % na 20 %.

#### 4.7.1.1 Počítačový tomograf

Tab. 4. Prehľad financovania počítačového tomografu (vlastné spracovanie)

Istina	Úrok	Leasingová Splátka (LS)	DPH	Leasingová splátka s DPH	Poistenie	Spolu
452 772,56	109 100,29	561 872,85	112 539,30	674 412,15	21 053,57	695 465,72

Medicínske zariadenia CT - SHIMADZU bolo zakúpené v novembri 2007. Financovala ho leasingová spoločnosť FORWARD, s. r. o., ktorá ako jediná z uvedených nie je dcérskou spoločnosťou žiadnej banky.

V novembri 2010 bola platená 20 % akontácia, z nej úrok a 19 % DPH z úroku. Vplyvom zvýšenia DPH z 19 na 20 % som istinu a úroky rozdelila na dve časti.

V nasledujúcej tabuľke je uvedený postup výpočtu pomocou ktorého som určila celkovú sumu nákladov leasingu. Celková suma DPH z obstarávacej ceny sa postupne rozpúšťa v leasingových splátkach.

Tab. 5. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)

		eur
r.1	OC bez DPH	452 772,56
r.2	- 1. istina do 31.12.2010	297 946,05
r.3	- 2. istina od 1.1.2011	154 826,50
r.4	19 % DPH z 1.istiny	56 609,75
r.5	20 % DPH z 2.istiny	30 965,30
r.6	spolu DPH	87 575,05
r.7	OC s DPH	540 347,61
r.8	úroky z OC spolu	109 100,29
r.9	- 1. úroky do 31.12.2010	93 311,54
r.10	- 2. úroky od 1.1.2011	15 788,75
r.11	DPH z úrokov spolu	20 886,94
r.12	- 19 % DPH z 1. úrokov	17 729,19
r.13	- 20 % DPH z 2. úrokov	3 157,75
r.14	úroky + DPH	129 987,23
r.15	20 % akontácia	90 554,53
r.16	úrok z akontácie	6 003,98
r.17	19 % DPH z úroku	1 140,76
r.18	spolu úrok + DPH	7 144,74
	preplatenie	<b>122 842,49</b>
	- úrok (r.8 - r.16)	103 096,31
	- DPH z úrokov (r.11 - r.17)	19 746,18

Preplatenie leasingu je 122 842,49 eur (bez poistenia).

#### 4.7.1.2 Magnetická rezonancia

V tabuľke je prehľad výsledných hodnôt splátkového kalendára magnetickej rezonancie k 31.11.2015:

Tab. 6. Prehľad financovania magnetickej rezonancie (vlastné spracovanie)

Istina	Úrok	Leasingová splátka (LS)	DPH z LS	Leasingová splátka s DPH	Poistenie	Spolu
2 598 619,10	383 660,17	2 982 279,27	593 363,48	3 575 642,77	38 654,40	3 614 297,17

Magnetická rezonancia je doteraz finančne najnáročnejšou investíciou, jej obstarávacía cena s DPH je cca 2 600 tis. eur. Leasingový vzťah medzi nájomcom XY, s. r. o. a prenajímateľom UniCredit Leasing, a.s. je stanovený na 60 mesiacov. V decembri 2010

bola zaplatená 10 % akontácia. Prvé tri mesiace ponúkla UniCredit Leasing, a.s. možný odklad splátok, čo spoločnosť využila a od decembra 2010 až po marec 2011 platila iba poistenie, ktoré zabezpečil prenajímateľ.

Tab. 7. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)

	eur
OC bez DPH	2 598 619,10
- 1. istina do 31.12.2010 (10 % akontácia)	309 235,68
- 2. istina od 1.1.2011	2 289 383,42
19 % DPH z 1.istiny	58 754,78
20 % DPH z 2.istiny	457 876,68
spolu DPH	516 631,46
OC s DPH	3 115 250,56
preplatenie	<b>460 392,20</b>
- úroky z istiny	383 660,17
- DPH z úrokov	76 732,03

V súčasnosti sa ešte magnetická rezonancia spláca a keďže spoločnosť je aj napriek tomu v roku 2011 zisková, hodnotí túto investíciu ako ekonomicky efektívnu. Uhradením poslednej leasingovej splátky v novembri 2015, keď budú následne plynúť do podniku len výnosy z investície sa preto očakáva, že podnik bude ešte ziskovejší.

#### 4.7.1.3 Osobný automobil

Tab. 8. Prehľad financovania osobného automobilu (vlastné spracovanie)

Istina	Úrok	Leasingová Splátka (LS)	DPH	Leasingová splátka s DPH
68 884,03	4 358,57	73 242,60	14 648,38	87 890,98

Leasingový vzťah v prípade osobného automobilu začal v polovici roku 2011 a potrvá ešte 21 mesiacov. Financuje ho spoločnosť VB Leasing, s. r. o. Spoločnosť XY, s. r. o. zafinancovala z vlastných zdrojov zálohu vo výške 40 % z obstarávacej ceny automobilu. Nájomca si na rozdiel od predchádzajúcich dvoch hnutelných vecí poistenie zjednal individuálne, nie prostredníctvom prenajímateľa. Leasingová splátka bola platená hneď od mesiaca zakúpenia, tj. jún 2011.



Tab. 9. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)

	eur
OC bez DPH	68 884,03
20 % DPH	13 776,81
OC s DPH	82 660,84
40 % akontácia	27 563,28
úrok z akontácie	0
preplatenie	<b>5 230,28</b>
- úrok	4 358,57
- DPH z úroku	871,71

## 5 FINANČNÁ ANALÝZA NA ZÁKLADĚ KLASICKÝCH UKAZOVATEĽOV

V ďalšej analytickej časti posúdim pomocou tradičných metód nielen „finančné zdravie“ podniku XY, s. r. o., ale na základe použitých ukazovateľov zhodnotím jeho celkovú výkonnosť. Spoločnosť mi bola ochotná poskytnúť účtovné výkazy z rokov 2009-2011 v eurách, preto budem analyzovať toto obdobie. Vzhľadom na špecifickosť podnikateľskej činnosti, ktorou je veľkoobchod so zameraním na rádiológiu a stomatológiu nebudem porovnávať analyzovanú spoločnosť s odvetvím, pretože v skupine G 51 – Veľkoobchod a sprostredkovanie veľkoobchodu okrem motorových vozidiel a motocyklov sa táto činnosť ani jej podobná nevyskytuje, a preto by údaje neboli relevantné. Navyše spoločnosť nemá v danej oblasti rovnocenného konkurenta. Podotkla by som, že spoločnosť v rokoch 2010 a 2011 zrealizovala dve investície, čím sa zhoršili hodnoty takmer všetkých ukazovateľov.

### 5.1 Analýza majetkovej a finančnej štruktúry

Pri prvom pohľade na výkaz majetku spoločnosti si môžeme všimnúť, že bilančná suma sa od roku 2009 posunula výrazne smerom nahor. K tejto pozitívnej zmene prispeli investície do DHM. To je očividné aj v rokoch 2010 a 2011 kedy podiel neobežného majetku na aktívach prerastá 88 %. Výrazný nárast dlhodobého majetku o 617 % bol v priebehu roku 2010 spôsobený investíciou do vysoko kvalitného zariadenia MRI – magnetickej rezonancie spolu s príslušenstvom. Štruktúra DHM je rôznorodá. Podnikateľská jednotka má už takmer 10 rokov vo vlastníctve budovu Zubnej polikliniky v Považskej Bystrici a s tým spojený pozemok. Najvýznamnejšou položkou nielen z DHM, ale aj z celkových aktív sú samostatné hnutelné veci, čo vyplýva z podnikateľských aktivít spoločnosti, keďže ako prevádzkovateľ zdravotníckych zariadení nakúpila doposiaľ viacero nákladných prístrojov. Okrem spomínanej, finančne najnáročnejšej investície - MRI, dopĺňa dlhodobý hmotný majetok počítačový tomograf (CT), ktorý bude plne odpísaný v roku 2012. V roku 2011 bol zakúpený aj osobný automobil BMW pre podnikateľské účely. Ostatný DHM zahŕňa náklady súvisiace s CT a MRI zariadením, ako napríklad montáž a doprava. Súčasťou DHM je aj hala v Púchove a súvisí s predchádzajúcou podnikateľskou aktivitou (predaj a výroba hutného a stavebného materiálu). Vzhľadom na to, že sa jedná o nedokončenú investíciu, tak sa na túto nehnuteľnosť neuplatňuje odpis, a preto po celé obdobie zostáva položka obstarávaný DHM vo výške 30 215 EUR.

V obežnom majetku prevládajúcu časť tvoria pohľadávky splatné do 1 roka. V daňových pohľadávkach je zohľadnený preddavok na daň z príjmu, zo základu dane za predchádzajúci rok. Zásoby tvorené tovarom majú klesajúci charakter. V rokoch 2004 až 2010 boli v položke Tovar zúčtované zásoby – zostatok hutného tovaru na sklade v Púchove, ktorý sa nepodarilo predat'. Nakoľko s touto komoditou už firma nepodniká, tak tieto dubiózne zásoby boli odpísané zo zisku roku 2011 a táto položka sa vynulovala.

Čo sa týka vývoja finančnej štruktúry zatiaľ čo v roku 2009 vyrovnaný podiel vlastného kapitálu a záväzkov 53:47, v nasledujúcich dvoch rokoch prevyšovali cudzie zdroje. Tento prelom spôsobil už vyššie spomínaný nákup zariadenia MRI v 11/2010 a osobného automobilu v 07/2011 prostredníctvom leasingovej angažovanosti. Čiastka základného kapitálu zostáva nezmenená, t.j. 16 431 eur. Základný kapitál je tvorený vkladmi 3 spoločníkov a výška obchodného podielu všetkých spoločníkov je 5 477 eur. Vlastné zdroje k 31.12.2010 klesli vplyvom záporného hospodárskeho výsledku za bežné účtovné obdobie roku 2010 o necelých 29 %. Ostatné kapitálové fondy predstavujú nezaplatenú daň zo zisku z rokov 1993, 1994 a 1995, keď mala spoločnosť daňové prázdniny. Toto zaúčtovanie bolo uznané Daňovým úradom. Na základe spoločenskej zmluvy je zákonný rezervný fond tvorený do výšky 10 % základného imania spoločnosti a počas všetkých 3 rokov bol naplnený.

V druhej časti pasív prevládajú po celé tri roky dlhodobé záväzky, primárne ostatné dlhodobé záväzky, ktoré sa zvýšili medziročne o viac ako 1200 % a v roku 2011 tvorili z celkových záväzkov až 60 %. V roku 2009 a 2010 ide o zostatky dlhodobých istín leasingu z CT 1, v roku 2010 a 2011 z magnetickej rezonancie a 2011 z osobného automobilu BMW. Krátkodobé záväzky sú tvorené obzvlášť záväzkami z obchodného styku a ostatnými záväzkami.

Ku koncu roku 2010 mala spoločnosť zvýšené náklady spojené s novou investíciou (MRI) ako napríklad akontácia vo výške 309 236 eur, zariadenie MRI ordinácie nábytkom a kancelárskou technikou a tiež zvýšené mzdové náklady na novo prijatých pracovníkov MRI. To všetko sa dialo v dobe, keď MRI bola v skúšobnej prevádzke a za výkony na MRI sa fakturovalo až v 04/2011, tzn. až 5 mesiacov po tom ako bola zakúpená. Tento výpadok cash-flow mal za následok zvýšenie stavu záväzkov z obchodného styku o 1530 % a tým aj priemernú dobu splatnosti záväzkov v závislosti na nákladoch na 195 dní. V porovnaní s rokom 2009, kedy bola doba splatnosti záväzkov 22 dní to hodnotím ako extrémny

nárast. Našťastie v roku 2011 sa situácia trochu stabilizovala a priemerná doba splatnosti záväzkov poklesla na 123 dní. Čo sa týka bankových úverov, tak ešte v novembri 2008 bol poskytnutý kontokorentný úver v Slovenskej sporiteľni, a.s. vo výške takmer 89 000 eur v limite 90 000 eur na prefinancovanie prevádzkových potrieb na 3 roky, ktorý bol predčasne splatený v polovici januára 2011. O pol roka neskôr bol poskytnutý ďalší kontokorentný úver vo výške necelých 40 000 eur, tento krát prostredníctvom UniCredit Bank Slovakia, a.s., ako náhrada za predchádzajúci úver.

## 5.2 Analýza výnosov a nákladov

Najvýraznejšou položkou presahujúcou vo všetkých troch rokoch hranicu 97 % sú Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb. Tržby do podniku plynú z troch podnikateľských aktivít a to z prenájmu Zubnej polikliniky, prevádzkovania CT a prevádzkovania MRI. Aj napriek počiatočným finančným ťažkostiam v decembri 2010, kedy bolo nainštalované MRI a v období 01-03/2011 sa prevádzkovalo v testovacom režime sa táto investícia vyplatila, čo potvrdzuje nárast tržieb, ktoré za 9 mesiacov stúpili o 126 % predovšetkým vďaka tomuto investičnému projektu. K 31.12. 2011 prevádzkovanie MRI predstavovalo necelých 54 % na celkových tržbách. Tržby z CT majú stále rastúcu tendenciu, čoho výsledkom je i medziročný nárast 2011/2010 o 43 452 EUR. Najmenší podiel na tržbách a to len 2,5 % má prenájom Zubnej polikliniky.

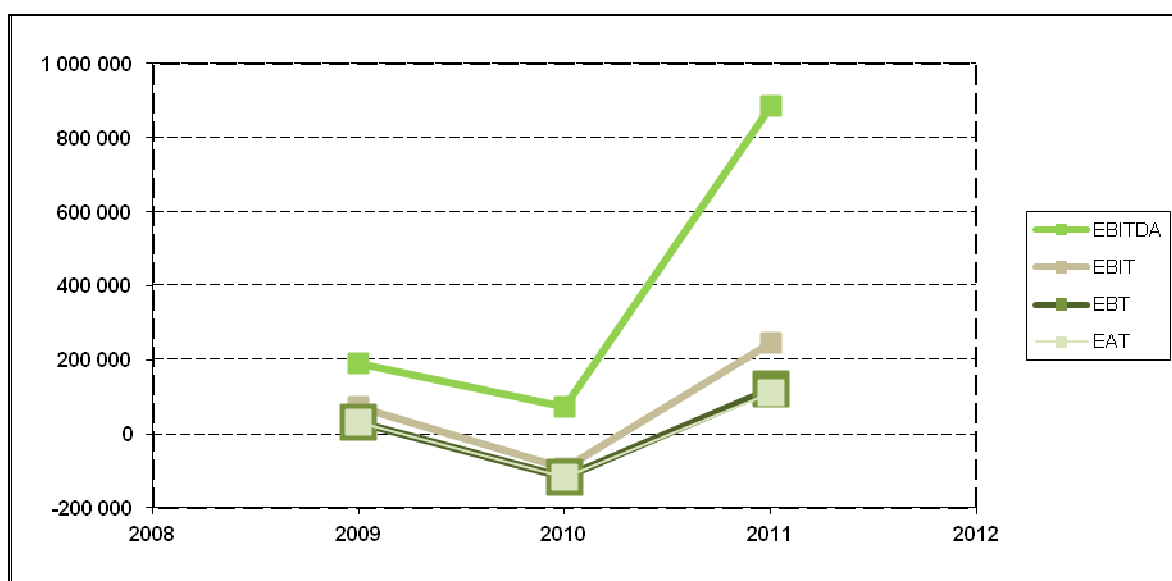
Služby spadajúce pod náklady narástli v roku 2010 o 182 % vplyvom nútenej výmeny až 2 lúčov na CT 1, ktoré už nebolo v záruke. Pridaná hodnota v roku 2011 dosiahla sumu 1 472 984 EUR čo bol prakticky 4-násobný medziročný nárast. Vplyv na to malo najmä sprevádzkovanie MRI a nenastali havarijné situácie (*dvakrát výmena lúčov na CT1*) ako v predošlom roku. Osobné náklady stúpajú aj pre zvyšujúce sa mzdy. V porovnaní s rokom 2009 narástli takmer o polovicu, čo bolo podnietené piatimi novo prijatými pracovníkmi na MRI. Realizovaním nových investícií vzrástli aj odpisy, celkovo o 438 %. Výška nákladových úrokov zobrazuje úroky z leasingov a úroky z kontokorentného úveru. Najnákladnejším obdobím čo sa týka úrokov bol rok 2011 pretože zahŕňal úroky z leasingu CT1, MRI a BMW.

### 5.3 Analýza vývoja zisku

Tab. 10. Vývoj výsledku hospodárenia (vlastné spracovanie podľa interný zdroj podniku)

(v eur)	2009	2010	2011
VH z prevádzkovej činnosti	76 204	-83 046	276 802
VH z finančnej činnosti	-43 313	-34 539	-138 342
VH z mimoriadnej činnosti	0	0	-17 357
Daň z príjmov z bežnej činnosti	0	0	9 452
<b>VH za účtovné obdobie</b>	<b>32 891</b>	<b>-117 585</b>	<b>111 651</b>
Mimoriadne náklady	0	0	17 357
VH z bežnej činnosti pred zdanením (EBT)	32 891	-117 585	138 460
VH pred úrokmi a zdanením (EBIT)	72 132	-92 252	245 774
Nákladové úroky	39 241	25 333	124 671

V nasledujúcom grafe je zobrazený vývoj zisku v podobe EBITDA, EBIT, EBT a EAT. EBT a EAT sú zhodné, až na rok 2011, kedy mala spoločnosť daňovú povinnosť.

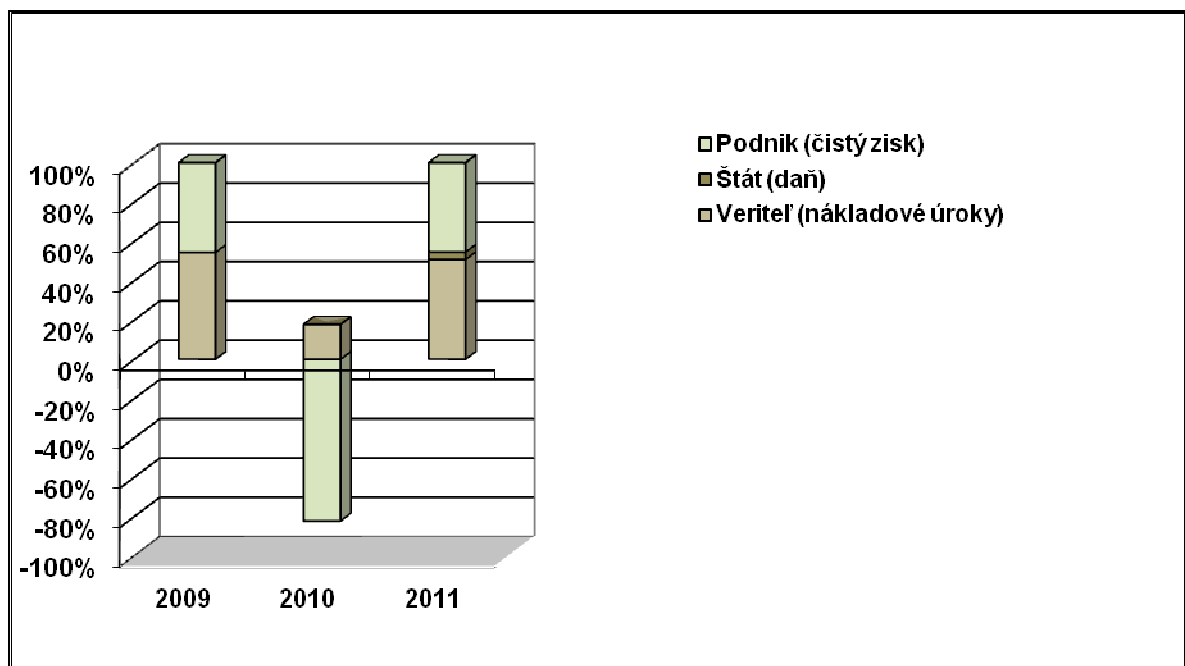


Obr. 5. Graf vývoja výsledku hospodárenia (vlastné spracovanie)

Pre činnosť spoločnosti je smerodajný prevádzkový výsledok hospodárenia. Aj keď v roku 2009 bol podnik ziskový, o rok neskôr už spomínaným vplyvom nárastu v položke Služby a DPH z 1. zvýšenej splátky z leasingu MRI dosiahli všetky jeho formy zápornú hodnotu. Navyše treba zohľadniť vybavenie MRI ordinácie nábytkom a kancelárskou technikou, ako i platy 5 nových zamestnancov, v čase, keď MRI neprodukovala žiadne výkony. V roku 2011 sa napriek nárastu odpisov vyšplhal už na kladnú hodnotu a tento medziročný nárast bol viac ako 3-násobný.

Čistý zisk, ktorý zostáva v podniku tvorí v rokoch 2009 a 2011 približne 55%, zvyšok dopĺňajú prevažne nákladové úroky. Tie sú v roku 2009 a 2010 tvorené úrokmi z leasingu zo zariadenia CT1 a kontokorentného úveru poskytnutého v roku 2008 v limite 90 tis. eur. V roku 2011 sa táto položka navýšila o úroky z MRI a osobného automobilu a ako náhrada za predchádzajúci predčasne splatený úver, bol poskytnutý ďalší vo výške 40 tis. eur. V roku 2009 spoločnosť nemala daňovú povinnosť, pretože platila preddavky a daňový úrad mal voči podniku pohľadávky.

V roku 2010 vplyvom vyššie spomínaných udalostí má čistý zisk zápornú hodnotu, a preto tiež nevznikla daňová povinnosť.



Obr. 6. Graf rozdelenia EBIT (vlastné spracovanie)

## 5.4 Rozdielové ukazovatele

Tieto ukazovatele sa orientujú na likviditu podniku. Čistý pracovný kapitál, ktorý je najznámejším z nich, získame odčítaním krátkodobých záväzkov od obežného majetku. Predstavuje teda tú časť obežného majetku, ktorá keď sa premení na pohotovú peňažnú prostriedky, zostáva v podniku na prevádzkovanie činností.

Tab. 11. Vývoj čistého pracovného kapitálu (vlastné spracovanie)

(v eur)	2009	2010	2011
Obežné aktíva	363 523	394 262	322 704
Zásoby	19 096	17 357	0
Pohľadávky	258 311	370 637	321 404
Finančný majetok	86 116	6 268	1 300
Krátkodobé záväzky	132 288	896 888	865 568
Bežné BÚ	63 574	88 989	39 678
<b>Čistý pracovný kapitál</b>	<b>231 235</b>	<b>-502 626</b>	<b>0</b>
ČPK/OA	63,61 %	-127,49 %	0,00 %

Najlikvidnejším obdobím bol rok 2009, v ďalších dvoch rokoch výrazne stúpili krátkodobé záväzky, čo zapríčinilo neuspokojivé hodnoty čistého pracovného kapitálu. Z výsledných hodnôt čistého pracovného kapitálu na prvý pohľad konštatujem, že spoločnosť na tom s pohotovými prostriedkami v rokoch 2010 a 2011 nebola dobre. Je však dôležité upozorniť na fakt, že tieto nepriaznivé výsledky vznikli aj vplyvom rozúčtovania zostatku istín leasingov (z CT, MRI a os. automobilu) na dlhodobé a krátkodobé. Vzhľadom na to, že tieto istiny budú splatené v priebehu 1 roka, v roku 2012 sa očakáva zlepšenie daného ukazovateľa. Ku koncu roku 2010 mala spoločnosť navyše zvýšené náklady spojené s novou investíciou MRI a to malo za následok zvýšenie stavu záväzkov z obchodného styku. Preto v tomto roku vznikol spoločnosti nekrytý dlh. Podiel čistého pracovného kapitálu a obežných aktív sa nachádza mimo doporučených hodnôt (30 – 50 %), podnik počas investičného obdobia nebol z krátkodobého hľadiska finančne stabilný.

## 5.5 Pomerové ukazovatele

Z pomerových ukazovateľov som analyzovala ukazovatele rentability, likvidity, aktivity a zadĺženosti.

### 5.5.1 Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability vyjadrujú ziskovosť podniku. V nasledujúcej tabuľke sú vypočítané ich najčastejšie podoby:

*Tab. 12. Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)*

(v eur)	2009	2010	2011
Rentabilita tržeb (ROS)	4,35 %	-14,31 %	5,99 %
Rentabilita výnosov	9,31 %	-11,18 %	13,14 %
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	9,26 %	-2,77 %	8,63 %
Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	15,01 %	-24,11 %	55,24 %
Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)	4,22 %	-40,05 %	27,55 %

Z tabuľky môžem konštatovať, že podnik dosiahol zisk v rokoch 2009 a 2011 a v priebehu dvoch rokov všetky ukazovatele ziskovosti (až na mierny pokles ROA) vzrástli, čo svedčí o zvýšení efektívnosti využívania vloženého kapitálu. V roku 2010 vplyvom nárastu v položke Služby a DPH z 1. zvýšenej splátky z leasingu MRI dosiahol zisk zápornú hodnotu, čo negatívne ovplyvňuje všetky ukazovatele rentability v tomto období.

Spoločnosť efektívne využíva úročené cudzie zdroje v rokoch 2009 a 2011, čo vyplýva z ukazovateľov celkového a úplatného kapitálu. Svoje vložené prostriedky dokáže zhodnotiť viac než činí náklad na kapitál. Zvýšenie rentability vlastného kapitálu v roku 2011 bolo ovplyvnené vyššiou mierou zisku a oproti roku 2009 klesol aj podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále.



### Multiplikátor vlastného kapitálu

Multiplikátor vlastného kapitálu vyjadruje, koľkokrát je vložený kapitál zväčšený použitím cudzích zdrojov k financovaniu aktivít podniku . Jeho hodnota by mala byť väčšia než 1.

Tab. 13. Multiplikátor vlastného kapitálu (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011
EBT / EBIT	0,46	1,27	0,56
A / VK	1,89	11,34	7,03
<b>Multiplikátor</b>	<b>0,87</b>	<b>14,40</b>	<b>3,94</b>

Z dosiahnutých hodnôt multiplikátora usudzujem, že zvýšené použitie cudzieho kapitálu bude kladne pôsobiť na výnosnosť vlastného kapitálu takmer vo všetkých sledovaných rokoch.

### 5.5.2 Ukazovatele likvidity

Všeobecne sa likvidita chápe ako schopnosť podniku hradiť svoje záväzky. Pomeruje sa to, čím je možné platiť s tým, čo je potrebné uhradiť.

Tab. 14. Ukazovatele likvidity (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	Doporučené hodnoty
<b>Bežná likvidita</b>	<b>1,86</b>	<b>0,4</b>	<b>0,36</b>	<b>1,5 – 2,5</b>
<b>Pohotová likvidita</b>	<b>1,76</b>	<b>0,38</b>	<b>0,36</b>	<b>1 – 1,5</b>
<b>Hotovostní likvidita</b>	<b>0,44</b>	<b>0,006</b>	<b>0,001</b>	<b>0,2 - 0,5</b>
ČPK/OA	63,61 %	-127,49 %	0,00 %	30 – 50 %
ČPK/A	29,69 %	-15,10 %	-19,07 %	

K doporučeným hodnotám sa vo všetkých ukazovateľoch likvidity najviac priblížil prvý analyzovaný rok.

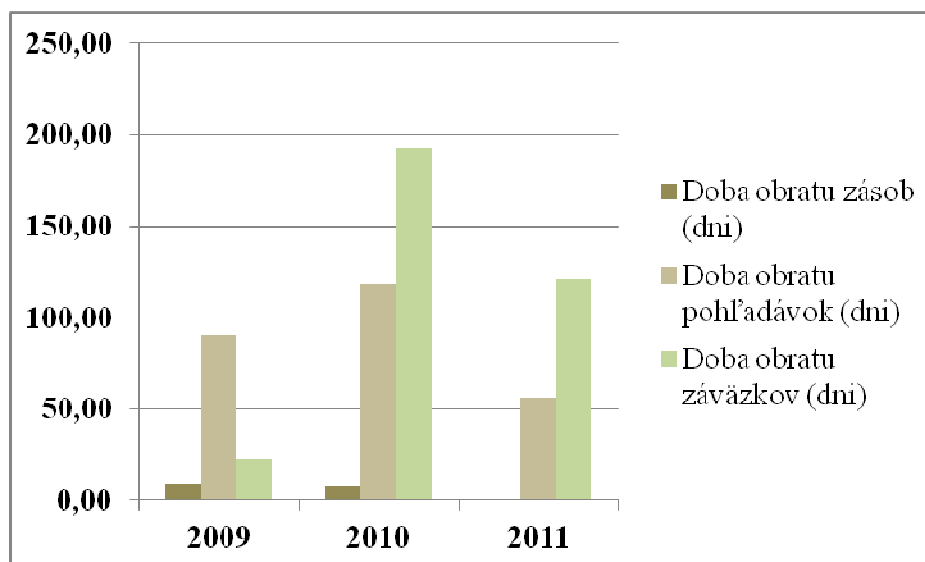
V prvom roku bola spoločnosť schopná uspokojiť svojich veriteľov, pretože obežné aktíva presahujú krátkodobé cudzie zdroje. Je potrebné zohľadniť aj likvidnosť jednotlivých položiek obežného majetku. Keďže spoločnosť nedrží k podnikateľskej činnosti veľké množstvo zásob (v roku 2011 bola ich hodnota dokonca nulová) a pohľadávky v dobe splatnosti sú vyššie než pohľadávky po dobe splatnosti, dá sa predpokladať, že likvidnosť obežného majetku je vysoká. Čo sa týka ale krátkodobých záväzkov po dobe splatnosti, tak sú v roku 2010 3-násobne vyššie než záväzky v dobe splatnosti, o rok neskôr dokonca 7-krát vyššie. Podniková likvidita bola teda riziková.

Pohotová likvidita sa tiež počas sledovaného obdobia zhoršila. Spoločnosť od roku 2010 držala v hotovosti čoraz menej peňažných prostriedkov.

Aj keď je ukazovateľ hotovostnej likvidity v rokoch 2010 a 2011 pod odporúčanou hranicou MPO, výhodu vidím najmä v tom, že spoločnosť zbytočne nedrží najlikvidnejšie prostriedky v pokladni, ale naopak sa snaží ich efektívne využiť.

### 5.5.3 Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity merajú nielen schopnosť podniku využívať vložené peňažné prostriedky, ale aj viazanosť kapitálu v aktívach a pasívach. Graf znázorňuje dobu obratu zásob, pohľadávok a záväzkov.



Obr. 7. Graf vývoja ukazovateľov aktivity (vlastné spracovanie)

Nízka hodnota obratu celkových aktív v rokoch 2010 a 2011 je spôsobená investíciou do magnetickej rezonancie, ktorá bola zakúpená v decembri 2010, ale začala prinášať efekt až v štvrtom mesiaci 2011. Nákupom tohoto zariadenia sa zvýšila hodnota dlhodobého majetku a priamo úmerne aj hodnota aktív. Obrat celkových aktív počítaný na báze tržieb a na báze výnosov sa líši len minimálne, keďže tržby tvoria cca 99 % z celkovej sumy výnosov.

Obrat dlhodobého majetku v porovnaní s rokom 2010 v roku 2011 vzrástol, z čoho usudzujem, že spoločnosť efektívne využila neobežné aktíva.

Doba obratu zásob má klesajúcu tendenciu, pretože aj priemerný stav zásob sa znižuje. Zásoby sú tvorené tovarom s ktorým firma už nepodniká a tieto dubiózne zásoby boli odpísané zo zisku roku 2011 a položka sa vynulovala.

Dobu splatnosti pohľadávok som počítala z priemerného stavu pohľadávok z obchodného styku na báze tržieb. Ich splatnosť mala pozitívny medziročný posun 2011/2010, pretože významne klesli pohľadávky po dobe splatnosti nad 360 dní. Riešením pohľadávok do pobe splatnosti v roku 2011 klesol ukazovateľ doby obratu zo 118 na 56 dní. Finančná situácia odberateľov je dobrá, zdravotné poisťovne si plnia všetky svoje záväzky.

Dobu obratu záväzkov som počítala na báze nákladov (výrobnej spotreby). Čo sa týka úhrady záväzkov spoločnosti tá sa v porovnaní s prvým sledovaným rokom v roku 2010 výrazne zvýšila. Ku koncu roku 2010 mala totiž firma zvýšené náklady spojené s investíciou do magnetickej rezonancie a v tomto období investícia neprinášala ešte efekt, navyše sa predčasne vyplatil nevýhodný kontokorentný úver vo výške 90 000 eur. Tento výpadok cash flow mal za následok zvýšenie stavu záväzkov z obchodného styku a tým aj priemernú dobu splatnosti záväzkov v závislosti na nákladoch na 193 dní. Nasledujúci rok sa situácia stabilizovala a doba splatnosti záväzkov poklesla na 121 dní.

#### 5.5.4 Ukazovatele zadĺženosti

Zadĺženosť vyjadruje do akej miery používa podnikateľská jednotka cudzie zdroje na financovanie svojich aktivít.

Tab. 15. Ukazovatele zadĺženosti (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011
Celková zadĺženosť	47,18 %	91,14 %	85,77 %
Miera zadĺženosti	0,89	10,33	6,03
Dlhodobé cudzie zdroje / Cudzie zdroje	43,98 %	67,20 %	62,56 %
Dlhodobé cudzie zdroje / Dlhodobý kapitál	28,22 %	87,41 %	79,04 %
Vlastný kapitál / Dlhodobý majetok	0,99	0,10	0,16
Dlhodobé zdroje / Dlhodobý majetok	1,39	0,80	0,77
Ukazovateľ úrokového krytia	1,84	-3,64	1,97

V roku 2009 dosahuje podnik tak ako u predchádzajúcich ukazovateľoch dosahuje najpriaznivejšie výsledky. Celková zadĺženosť by sa mala pohybovať v rozmedzí 30 – 60 %. Z tabuľky je badateľné, že analyzovaný podnik od roku 2010 túto hranicu prekračuje a vplyvom financovania magnetickej rezonancie z cudzích zdrojov sa zadĺženosť zvýšila.

Miera zadĺženosti sa vplyvom zvýšenia celkovej zadĺženosti tiež posunula smerom nahor. Začiatkom roka 2011 bol sice predčasne splatený kontokorentný úver, zároveň bol ale v polovici toho istého roka poskytnutý ďalší kontokorentný úver od UniCredit Bank Slovakia, a. s. ako náhrada za prechádzajúci, v limite 90 tis. eur, z ktorého čerpala necelých 40 tis. eur na prefinancovanie prevádzkových potrieb.

Pomer dlhodobých zdrojov a dlhodobého majetku je v posledných dvoch rokoch menší ako 1, takže dlhodobé zdroje nepokryli dlhodobý majetok, a preto jeho časť bola financovaná krátkodobými zdrojmi, čo svedčilo o podkapitalizovaní podniku a nastali aj problémy s platením záväzkov.

Ukazovateľ úrokového krytia je v roku 2010 vzhľadom na záporný EBIT tiež záporný. V tomto období preto spoločnosť nebola schopná platiť nákladové úroky. Nasledujúci rok sa situácia zlepšila a podnik zarobil viac ako činili náklady na cudzí kapitál.

## 6 FINANČNÉ ZDRAVIE SPOLOČNOSTI

V poslednej analytickej časti som sa rozhodla na základe bonitných a bankrotných modelov zhodnotiť, či je firma vhodným klientom na poskytnutie externých zdrojov financovania. V odbornej literatúre sa vyskytuje množstvo bonitných a bankrotných ukazovateľov, ja som vybrala tie, ktoré sú najznámejšie, nenáročné na prepočet a podávajú súhrnný obraz o finančnom zdraví investora. Z každého modelu som pre väčšiu objektivnosť zhodnotila dva ukazovatele.

### 6.1 Bonitné modely

#### 6.1.1 Index bonity

Tento index umožňuje rozdeliť podniky na bonitné a bankrotné. Najkritickejšou hodnotu Indexu bonity je nula.

Tab. 16. Index bonity (vlastné spracovanie)

	2011
1,5 x CF / CZ	0,00080
0,08 x A / CZ	0,093
10 x EBT / A	0,425
5 x EBT / Výnosy	0,324
0,3 x Zásoby / Výnosy	0
0,1 x Výnosy / A	0,066
<b>Index bonity</b>	<b>0,909</b>

Index bonity u analyzovaného podniku sice nedosahuje najideálnejšiu hodnotu, ktorá sa pohybuje v intervale 2 a viac, je však kladná, a preto sa spoločnosť dá označiť ako bonitná. Ekonomická situácia je v tomto prípade, ale problematická. Pozitívom je, že hodnota indexu sa blíži k 1, na základe čoho predpokladám, že sa situácia môže vylepšiť. Z dosiahnutej hodnoty usudzujem, že by mohli nastať problémy pri poskytovaní externých zdrojov od veriteľov. Je treba podotknúť špecifickosť a nákladnosť podnikania spoločnosti XY, s. r. o., takže ani táto dosiahnutá hodnota nemusí mať stopercentú vypovedaciu schopnosť.

### 6.1.2 Kralickov Quick-test

Kralickov rýchly test využíva k záverečnému hodnoteniu finančného zdravia štyri najdôležitejšie oblasti finančnej analýzy – stabilitu, lividitu, rentabilitu a výsledok hospodárenia. Veľmi dobrým výsledkom je hodnota tri a viac.

Tab. 17. Kralickov rýchly test (vlastné spracovanie)

	2011	Dosiahnuté body
VK / A	0,142	2
(CZ – finančné účty) / CF prevádzkový	2,706	4
EBIT / A	0,086	2
CF prevádzkový / Výkony	0,484	4
<b>Finančná stabilita</b>	<b>1,4</b>	
<b>Výnosová situácia</b>	<b>0,3</b>	
<b>Celkové hodnotenie finančnej situácie</b>	<b>0,9</b>	

Z celkového hodnotenia vyplýva, že podnik má v roku 2011 problémy vo finančnom hospodarení. Situáciu by som ale nevidela tak negatívne, pretože vzhľadom na veľkú leasingovú angažovanosť podniku je aj tak konečné hodnotenie bližšie k sivej zóne. Výsledné body uvedené v ľavej časti tabuľky navyše dosahujú dobré hodnoty.

Pomer vlastného kapitálu a aktív poukazuje na nadmerné využívanie externých zdrojov. Ako som viackrát spomínala, tak kapitálová štruktúra sa výrazne zmenila od 31.12.2010, kedy pomer medzi vlastným kapitálom a záväzkami je nevyrovnaný, s očividnou prevahou záväzkov.

Produkčná sila vyjadrená pomerom zisku a aktív je na priemernej úrovni, takže podnik viac menej efektívne využíva svoj majetok nezávisle na tom z akých zdrojov je financovaný.

Finančná stabilita počítaná ako aritmetický priemer prvých dvoch ukazovateľov je podľa tabuľky, ktorá hodnotí bonitu na úrovni spodnej hranice, takže v budúcnosti by podnik mohol mať problémy so splácaním dodatočného externého zdroja.

Čo sa týka výnosovej situácie, jej hodnota je v porovnaní s finančnou stabilitou horšia. Tržby v tomto období neprinášali dostatočný peňažný tok. Predikcia do budúcnosti by však vzhľadom na dlhodobé investičné projekty mohla mať pozitívny trend.

## 6.2 Bankrotné modely

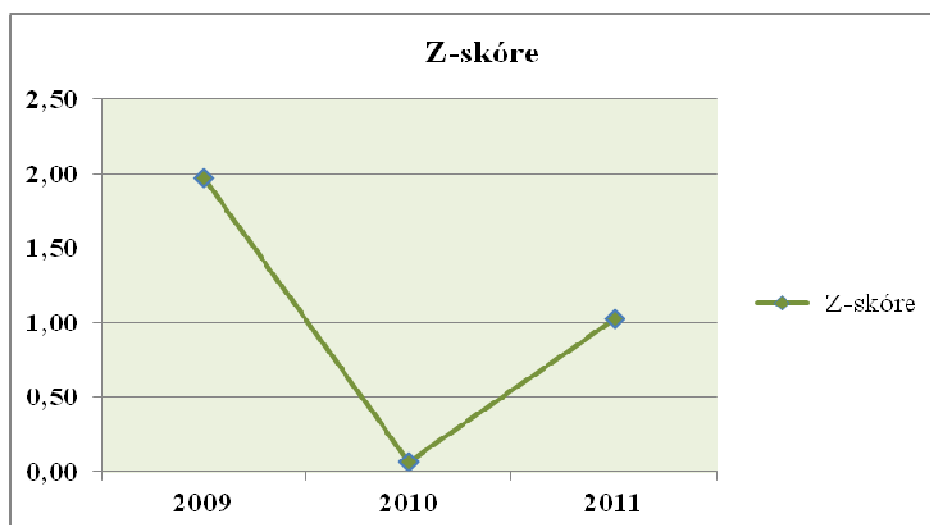
### 6.2.1 Altmanova analýza

Altmanova diskriminačná analýza má niekoľko variant, ja som použila Z-skóre, ktorého váhy sú upravené pre spoločnosti, ktoré nie sú verejne obchodované. Šedá zóna, je v intervale 1,81 – 2,99.

Tab. 18. Altmanovo Z-skóre (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011
0,717 x ČPK / A	0,213	-0,108	0
0,847 x ČZ / A	0,036	-0,030	0,033
3,107 x EBIT / A	0,288	-0,086	0,268
0,420 x VK / CZ	0,470	0,041	0,070
0,998 x T / A	0,968	0,246	0,653
<b>Z-skóre</b>	<b>1,975</b>	<b>0,063</b>	<b>1,024</b>

V roku 2009 bol podnik v sivej zóne, takže sa nedala určiť budúca prognóza. Výsledok v roku 2010 už napovedá o zlej finančnej situácii. Nasledujúce obdobie sa Z-skóre pozitívne posunulo smerom nahor, aj keď jeho hodnota stále vypovedala o finančnej nestabilite. Aj keď by sa dalo predpokladať, že budúcnosť podniku je ohrozená bankrotom, ťažko odhadnúť vyhlídku na nasledujúce roky, pretože hodnota modelu sa mení aj v závislosti na investičných činnostiach podniku, z ktorých jedna v roku 2010 bola veľmi finančne náročná.



Obr. 8. Graf vývoja Z-skóre (vlastné spracovanie)

### 6.2.2 Index IN05

V prípade, že je hodnota indexu vyššia než 1,6, je to pre podnik pozitívne, pretože tvorí hodnotu. Ak je index menší než 0,9, tak podnik hodnotu netvorí.

Tab. 19. Index IN05 (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011
0,13 x A / CZ	0,276	0,143	0,152
0,04 x EBIT / nákladové úroky	0,074	-0,146	0,079
3,97 x EBIT / A	0,368	-0,110	0,343
0,21 x Výnosy / A	0,209	0,052	0,138
0,09 x OA / (kr. záväzky + kr. BÚ)	0,167	0,036	0,032
<b>Index IN05</b>	<b>1,094</b>	<b>-0,025</b>	<b>0,744</b>

V roku 2009 sa hodnota indexu pohybovala v rozpätí 0,9 – 1,6, tzn., že podnik sa nachádzal v šedej zóne. Ďalšie dva roky sa ale už nachádzal pod touto zónou, takže sa dá povedať, že firma nebola finančne zdravá, resp. netvorila hodnotu. Vzhľadom ale na pozitívny medziročný posun 2010 / 2011 predpokladám, že by sa situácia mohla zmeniť k lepšiemu.

### 6.3 Zhodnotenie finančného zdravia

Výsledky dosiahnuté z bankrotných a bonitných modelov boli najideálnejšie v roku 2009. Realizáciou kapitálovo náročného investičného projektu o rok neskôr a jeho financovanie prostredníctvom leasingovej angažovanosti spôsobilo od roku 2010 zhoršenie finančného stavu analyzovanej spoločnosti. Predikcia do budúcnosti nemusí byť ale taká negatívna ako vykazujú tabuľkové hodnoty, pretože efektívnosť z už zrealizovanej investície sa odrazí v dlhodobom časovom horizonte. Treba prihliadať na to, že v roku 2011 bolo zariadenie v prevádzke len prvý rok. Prijatím dodatočného externého zdroja financovania sa sice ukazovatele zhoršia, cesta k cudzím zdrojom bude problematická, ale tento variant nie je vylúčený. Aby bol spoločnosti poskytnutý takýto zdroj bude musieť preukázať, že investičný projekt bude efektívny a prinesie dostatočný peňažný tok, ktorý úhradí splátky a pokryje aj náklady.



## 7 INVESTIČNÝ PROJEKT SPOLOČNOSTI XY, S. R. O.

Cieľom mojej diplomovej práce je vybrať primeraný zdroj financovania investičného projektu spoločnosti XY, s. r. o. a vyhodnotiť jeho efektívnosť. Keďže v čase spracovania mojej diplomovej práce už prebehla realizácia investície (07/2012) spoločnosť už mala vybraný zdroj financovania. Jej výber však neprebehol na základe súťaže, ale bol jednoznačný. Ja sa v ďalšej časti pokúsim zhodnotiť na základe akých podmienok by boli cudzie zdroje poskytnuté u iných veriteľov. Podnik zakúpil nový počítačový tomograf, ktorým nahradí súčasný tomograf CT- General Electric SCT 7800, ktorý je už morálne zastaraný. Dôvodom nákupu nového počítačového tomografu bola aj jeho pokročilejšia technológia. Nový počítačový tomograf som z dôvodu prehľadnosti označila ako CT 2 a pôvodný tomograf ako CT 1.

### 7.1 Popis investície

Keďže sa firma orientuje na prevádzkovanie medicínskych zariadení a aj naďalej chce poskytovať špičkové služby v rámci CT diagnostiky, po rokovaníach s firmou Siemens, s. r. o., Bratislava prijala rozhodnutie zakúpiť najnovšie 64 vrstvové zariadenie počítačovej tomografie Siemens SOMATOM.



Obr. 9. Počítačový tomograf Siemens SOMATOM (zdroj podniku)

Súčasný počítačový tomograf General Electric SCT 7800 od firmy EDOMED, a.s., Praha. je z nasledujúcich dôvodov pre podnik už nevyhovujúci:

- morálne zastaranie
- zvýšené náklady na výmenu súčiastok
- zvýšené náklady na jeho pozáručný servis
- komplikovanosť servisných služieb vzhľadom na vzdialenosť (Praha)
- nemožnosť upgrade

Vzhľadom k morálnemu opotrebovaniu pôvodného CT 1 a zvýšených nákladov na jeho prevádzkovú činnosť bolo zakúpenie nového CT 2 nutné maximálne v 07/2012, teda ešte pred skončením doby leasingu CT 1 (10/2012). Pre firmu to znamená vyššiu finančnú záťaž, nakoľko 4 mesiace (07,08,09 a 10/2012) sa budú súbežne splácať obe CT zariadenia. Je to však výhodnejšia variantna, ako investovať ešte do CT 1 v prípade výmeny ďalšej lampy, resp. iného komponentu.

Sprevádzkovaním nového CT 2 zariadenia Siemens SOMATOM:

- ✓ sa zvýši komfort pre personál i pacienta,
- ✓ zároveň sa zníži radiačná záťaž pre pacienta,
- ✓ zníži sa hlučnosť zariadenia,
- ✓ znížia sa prevádzkové náklady na CT,
- ✓ zlepší sa záručný i pozáručný servis,
- ✓ dokáže pracovať efektívnejšie a rýchlejšie, čím sa skrátia dlhé čakacie doby,
- ✓ jedná sa o technológiu so špičkovým technickým vybavením, ktorá podporuje najnovšie vyšetrovacie metódy a vysokú kvalitu diagnostického obrazu,
- ✓ na tomto tomografe je možný pravidelný update a taktiež celkový upgrade, čo je veľká výhoda do budúcnosti, nakoľko vývoj bude samozrejme smerovať k technickému vylepšeniu diagnostiky,
- ✓ taktiež spracovanie a vyhodnotenie zložitejších vyšetrovacích metód prinesie i cenovo vyššie ohodnotené druhy vyšetrení a tým aj vyššiu pridanú hodnotu pre firmu, ako i argument pre rokovania so zdravotnými poisťovňami o možnom navyšovaní finančných limitov súviaiacich s výkonmi.

## 7.2 Projekt financovania investície

Podnik XY, s. r. o. sa rozhodol financovať zariadenie CT 2 prostredníctvom finančného leasingu. Bankový úver nezvažoval, pretože všetok svoj doterajší hnutelný majetok nadobudla práve z tohoto typu cudzieho zdroja a má s ním dobré skúsenosti. Pri leasingovom financovaní sa okrem úroku platí aj DPH z úroku, čím sa stáva táto forma financovania oproti bankovému úveru nákladnejšia. V prospech leasingu rozhodol aj fakt, že nezadržiava prevádzkový kapitál ani úvery a je bilančne neutrálny.

Z trhovej ponuky som vybrala nasledujúce leasingové spoločnosti:

- UniCredit Leasing Slovakia, a. s., Bratislava
- TATRA Leasing, a. s., Bratislava
- Slovenská Sporiteľňa Leasing, a. s., Bratislava
- Oberbank Leasing, s. r. o., Bratislava

Do výberu som zaradila leasingové spoločnosti, ktoré v roku 2010 súťažili o financovanie magnetickej rezonancie, a teda má subjekt s nimi už skúsenosti. Každá uvedená prenajímateľská spoločnosť je dcérskou spoločnosťou určitej banky. Do ponúk som nezaradila spoločnosť FORWARD, s. r. o., cez ktorú bolo prenajaté súčasné CT 1, pretože je to malá samostatná spoločnosť, ktorá by nebola schopná financovať túto investíciu, ktorá je v porovnaní s CT 1 dvakrát nákladnejšia. V nadchádzajúcej časti uvediem ponuky finančného leasingu v jednotlivých inštitúciách, následne konkrétne podmienky na financovanie investičného projektu CT 2 a na záver vyberiem najvhodnejšiu variantu.

### 7.2.1 UniCredit Leasing

UniCredit Leasing („UCL“) má s podnikom XY, s. r. o. už skúsenosti, keďže mu v roku 2010 poskytla finančné zdroje na magnetickú rezonanciu. Zameriava sa na fyzické osoby – nepodnikateľov, podnikateľov a právnické osoby.

#### Charakteristika produktu:

- Doba leasingu od 36 mesiacov
- Mesačná alebo štvrt'ročná frekvencia splátok
- Kalkulačná mena EUR
- Akontácia od 0 %
- Možnosť nastaviť výšku poslednej splátky

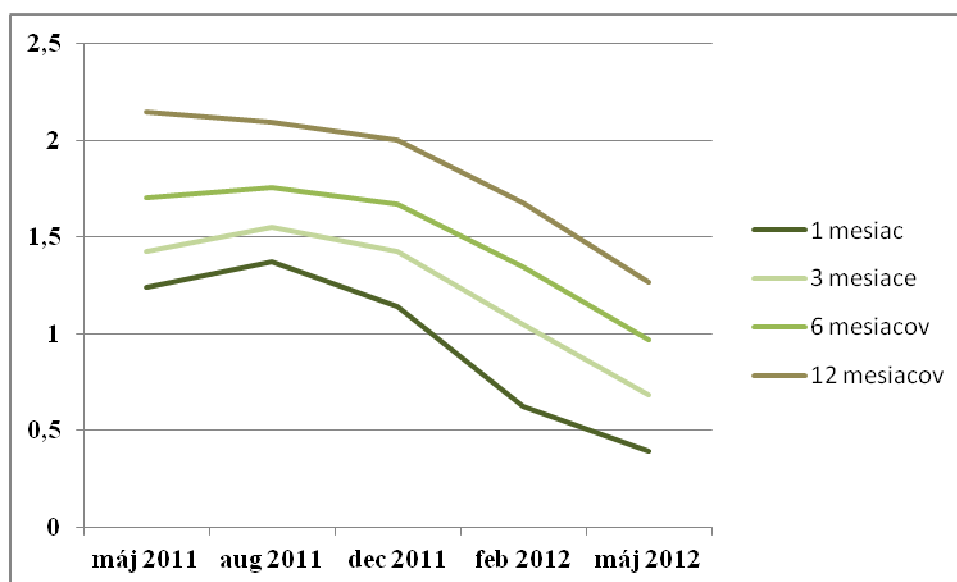
- Možnosť sezónnych splátok
- Možný odklad splátok
- Výber fixných alebo variabilných splátok (produkt FIX alebo VARIABIL)
- Zvýhodnené poistenie

UCL umožňuje poistenie cez UniCredit Broker, s. r. o. s výhodnými podmienkami. V prípade zabezpečenia poistenia prostredníctvom UCL je možnosť platiť poistné spolu s leasingovými splátkami, pri nižších sadzbách ako v prípade individuálneho poistenia.

Ak sa klient rozhodne pre financovanie leasingu formou VARIABIL, UniCredit Leasing stanovuje úrokové rozdiely na základe EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), čo je referenčná sadzba za ktorú si banky medzi sebou ponúkajú euro termínové vklady. V nasledujúcej tabuľke je uvedený ročný vývoj EURIBOR-u od mája 2011.

Tab. 20. Vývoj EURIBOR (vlastné spracovanie)

EURIBOR	máj 2011	aug 2011	dec 2011	feb 2012	máj 2012
1 mesiac	1,243	1,373	1,143	0,626	0,394
3 mesiace	1,425	1,552	1,426	1,048	0,685
6 mesiacov	1,707	1,755	1,671	1,345	0,970
12 mesiacov	2,147	2,097	2,004	1,678	1,266



Obr. 10. Graf vývoja EURIBOR (vlastné spracovanie)

Z grafu sa dá pozorovať klesajúci trend sadzby EURIBOR.

### 7.2.2 TATRA Leasing

Tatra Leasing je univerzálna leasingová spoločnosť, ktorá sa okrem iného priamo zameriava aj na financovanie zdravotníckej techniky.

#### Charakteristika produktu:

- Doba splácania 1 až 5 rokov
- Možnosť výhody skrátenia doby odpisovania až o 40 %
- Akontácia od 10 %
- Možnosť odkladu splátok, sezónneho splácania alebo splátkových prázdnin
- Fixné alebo plávajúce úrokové sadzby
- Možnosť platiť splátky a poistenia spolu

Spoločnosť ponúka mesačné alebo štvrťročné splátky poisťného. Klient má možnosť sa poistiť individuálne alebo cez Tatra Leasing, čím získa balík výhod.

Tatra Leasing stanovuje potrebné doklady, ak ide o financovanie zdravotníckej techniky nad 35 tis. eur. Klient má povinnosť v tomto prípade predložiť:

- Doklad o financovanom predmete
  - predbežná faktúra od dodávateľa
- Hospodárske výkazy
  - kópia daňového priznania za posledný hospodársky rok, ktoré musí byť potvrdené daňovým úradom
  - súvaha za posledné 2 hospodárske roky a za bežné účtovné obdobie
  - výkaz peňažných tokov alebo výkaz ziskov a strát za posledné 2 hospodárske roky a za bežné účtovné obdobie.
- Identifikačné doklady
  - vyplnený dotazník (na internetovej stránke TATRA Leasing)
  - vyplnený súhlas týkajúci sa poskytnutia osobných údajov
  - 2 doklady totožnosti
  - výpis z obchodného registra nie starší ako 3 mesiace, resp. potvrdenie o pridelení IČO
  - povolenie samosprávneho kraja k vykonávaniu činnosti
  - osvedčenie o registrácii a pridelenie DIČ
  - osvedčenie o registrácii a pridelení IČ k DPH

### 7.2.3 Slovenská Sporiteľňa Leasing

#### Charakteristika produktu:

- VARIABIL alebo FIX
- Kalkulačná mena EUR
- Akontácia od 10 %
- Možnosť odkladu splátok

### 7.2.4 Oberbank Leasing

Oberbank Leasing je najkratšie fungujúcou leasingovou spoločnosťou spomedzi uvedených, na trhu je od roku 2006. Aj napriek tomu patrí medzi TOP 10 leasingových spoločností Slovenska.

#### Charakteristika produktu:

- Variabilné alebo pevné úročenie
- V EUR alebo cudzej mene
- Dobu splatnosti je možné prispôbiť podľa likvidnej situácie klienta
- Paušálne alebo kapitálové splátky (aj obdobie bez splátok)

### 7.3 Podmienky leasingových spoločností

Na stránkach uvedených leasingových spoločnosti som prostredníctvom nezáväznej ponuky poslala požiadavku o finančnú kalkuláciu investície v mene a so súhlasom spoločnosti XY, s. r. o. V tabuľke sú uvedené podmienky leasingových spoločností, ktoré boli už presne stanovené na investičný projekt CT 2.

Tab. 21. Podmienky leasingových spoločností (vlastné spracovanie)

<b>Predmet leasingu:</b> <b>CT – Siemens</b> <b>SOMATOM</b> <b>Definition AS 64</b>	<b>UniCredit</b> <b>Leasing Slovakia,</b> <b>a. s., Bratislava</b>	<b>TATRA</b> <b>Leasing, a. s.,</b> <b>Bratislava</b>	<b>SLSP Leasing,</b> <b>a. s.,</b> <b>Bratislava</b>	<b>Oberbank</b> <b>Leasing, s. r. o.,</b> <b>Bratislava</b>
<b>Obstarávacia cena bez DPH (v eur)</b>	832 297, 52	832 297, 52	832 297,52	832 297,52
<b>DPH 20 % (v eur)</b>	166 459,50	166 459,50	166 459,50	166 459,50
<b>Obstarávacia cena s DPH (v eur)</b>	998 757,02	998 757,02	998 757,02	998 757,02
<b>Financovaná suma bez DPH (v eur)</b>	832 264,33	832 264,33	832 264,33	832 264,33
<b>Predajná suma bez DPH (v eur)</b>	33,19	33,19	33,19	33,19
<b>Splátkové obdobie leasingu</b>	1 mesiac	1 mesiac	1 mesiac	1 mesiac
<b>Počet leasingových splátok</b>	60	60	60	60
<b>Platnosť od:</b>	07/2012	07/2012	07/2012	07/2012
<b>Platnosť do:</b>	06/2017	06/2017	06/2017	06/2017
<b>Zmluvný poplatok</b>	0,00 %	0,50 %	0,25 %	0,50 %
<b>Min. akontácia</b>	0 %	10 %	10 %	15 %
<b>Možnosť odkladu 2. splátky</b>	0	0	3 mesiace	0
<b>Leasingový koeficient</b>	1,9959 %	1,9864 %	1,9624 %	1,9455 %
<b>Poistné</b>	0,25 %	0,28 %	0,30 %	0,27 %

Poist'ovňa	KOOPERATIVA	UNIQA	ALLIANZ	KOOPERATIVA
Minimálna spoluúčasť (v eur)	165, 97	331, 94	165,97	165,97
Typ zabezpečenia + špecifické podmienky				
-bianco zmenka avalovaná spoločníkom	áno	áno	áno	áno
-založenie nehnuteľnosti	áno (na 2. mieste)	áno (na 1. mieste)	áno (na 1. mieste)	áno (na 1. mieste)
-vinkulácia 1 kompletnej mesačnej splátky na účte v materskej banke	nie	áno	nie	áno
-presmerovanie časti obratu do materskej banky	100 %	35 %	20 %	nie

#### 7.4 Zhodnotenie variant

Všetky ponuky majú podmienku zabezpečenia bianco zmenkou, zo ktorú ručia spoločníci a tiež zabezpečenie nehnuteľnosťou.

Z tabuľky je zrejmé, že čo sa týka leasingového koeficientu je najvýhodnejšia indikatívna ponuka **Oberbank Leasing, s. r. o. Bratislava**. Toto je však kompenzované zvýšenou akontáciou vo výške min. 15 %, založením nehnuteľnosti na I. mieste a vinkuláciou 1. mesačnej kompletnej splátky leasingu na účte v Oberbank, a.s., Bratislava, bez podmienky minimálneho obratu cez túto banku.

Podobné sú aj indikatívne ponuky z **TATRA Leasing, a. s., Bratislava** a **Slovenská Sporiteľňa Leasing, a.s., Bratislava**, navyše majú aj podmienku presmerovania časti obratu cez materské banky (TATRA Banka, a.s., Bratislava, resp. Slovenská sporiteľňa, a.s. Bratislava)

Pri indikatívnej ponuke zo Slovenská Sporiteľňa Leasing, a.s., Bratislava je možnosť aj odkladu 2 splátky (1. regulárnej) o 3 mesiace, čo by bolo pre firmu výhodné.



**Spoločnosť XY, s. r. o. je však limitovaná nasledovnými faktormi :**1. Nehnutelnosť

Zubné stredisko je už založené v prospech UniCredit Leasing Slovakia, a.s., Bratislava (*d'alej len „UCL“*) – z dôvodu jej založenia za leasing MRI z roku 2010.

Preto v prípade v prípade financovania CT 2 spoločnosť UCL akceptuje zápis nového záložné práva na II. mieste.

V prípade prijatia ponuky z inej leasingovej spoločnosti by firma musela vstúpiť do jednania s UCL a pokúsiť sa vyrokovať výmaz záložného práva a nahradenie hodnoty zabezpečenia iným aktívom.

2. Presmerovanie obratu

Momentálne je UniCredit Bank Slovakia, a.s., Bratislava jedinou financujúcou bankou firmy a podmienka presmerovanie 100 % obratu do materskej banky vyplýva z úverovej zmluvy, čo pri prijatí ponuky od UCL nepredstavuje žiadny problém.

**UniCredit Leasing Slovakia, a.s., Bratislava** dala síce indikatívnu ponuku s najvyšším leasingovým koeficientom, ktorý ale zohľadňuje aj predchádzajúcu vysokú angažovanosť leasingovej spoločnosti vo firme (*leasing MRI*). V leasingovom koeficiente sa odráža bonita podniku XY, s. r. o. a tiež vyššie riziko UniCredit Leasing, ktoré financovaním investície podstupuje. UCL neposkytuje odklad 2. splátky, čo však pre spoločnosť nepredstavuje veľký problém. Aj napriek tomu, že CT 2 bude generovať peňažný tok až za cca 2-3 mesiace od jeho zakúpenia, príjmy z CT 1 pokryjú náklady na CT 2.

Tieto nedostatky sú však kompenzované nasledovnými výhodami :

- ✓ 0 % akontácia
- ✓ 0 % jednorazový spracovateľský poplatok za zmluvnú dokumentáciu
- ✓ najvýhodnejšie poistenie

Z vyššie uvedených dôvodov a v poslednom rade aj z dôvodu orientácie na skupinu UniCredit a doterajšiu korektnú spoluprácu odporúčam vybrať na financovanie CT 2 ponuku od UniCredit Leasing, a.s.

## 8 HODNOTENIE INVESTIČNÉHO PROJEKTU

### 8.1 Odpisy

CT 2 obstarané formou finančného leasingu sa odpisuje od mesiaca, v ktorom bol majetok poskytnutý nájomcovi, v tomto prípade od júla 2012. Zariadenie patrí do 2. odpisovej skupiny, doba odpisovania je 5 rokov. Podmienkou pri odpisovaní hmotného majetku zakúpeného prostredníctvom finančného leasingu je rovnomerný odpis. V roku 2012 a 2017 sa odpisuje iba 6 mesiacov. V júli 2017 bude CT 2 odpísané do plnej výšky obstarávacej ceny.

Tab. 22. *Odpisy počítačového tomografu (vlastné spracovanie)*

Odpisy	Lineárne
1.rok (6 mesiacov)	83 226
2.rok (12 mesiacov)	166 453
3.rok (12 mesiacov)	166 453
4.rok (12 mesiacov)	166 453
5.rok (12 mesiacov)	166 453
6.rok (6 mesiacov)	83 226
<b>spolu</b>	<b>832 264</b>

### 8.2 Peňažné toky

Po konzultáciách so spoločnosťou XY, s. r. o. budem pri stanovovaní peňažných tokov vychádzať z nasledujúcich predpokladov:

Keďže tržby z CT 1 mali od jeho zavedenia stále rastúcu tendenciu, podnik očakáva podobný vývoj aj u obdobného zariadenia CT 2. Navyše jeho vylepšená technológia by mala priniesť aj ich navýšenie. Zavedením novej investície predikuje podnik v prvom roku prírastok tržieb vo výške 250 000 eur. Je zohľadnený aj vplyv 1 mesačného prerušenia prevádzky pre inštaláciu nového CT 2 a fakt, že zariadenie je zakúpené v júli, takže tržby sú za obdobie 5 mesiacov. V roku 2013 predpokladá zvýšenie o 500 000 eur a v ďalších 4 obdobiach medziročný nárast o 50 000 eur oproti predchádzajúcemu roku.

Prírastok prevádzkových nákladov zohľadňuje rast spotreby materiálu a energie pri možnom zvýšení počtu výkonov na CT 2. Prírastok prevádzkových nákladov zahŕňa okrem iného nárast položky Služby, čo ovplyvnia najmä predrokované Zmluvy o servisnej činnosti so spoločnosťou SIEMENS, s. r. o., Bratislava. Dvojročná záruka na CT 2 končí

v júli 2014, paušálny pozáručný poplatok by sa mal platiť vo výške 3 000 eur + 20 % DPH, teda spolu 3600 eur / mesiac. Najväčšiu časť z ostatných prevádzkových nákladov tvorí 20 % DPH z obstaraného hnutel'ného majetku formou finančného leasingu. Od roku 2016 by malo dôjsť k navýšeniu miezd a taktiež sa očakáva 13. plat.

Peňažné toky je potrebné následne upraviť o finančné náklady, tzn. leasingovú splátku., ktorej súčasťou je aj poistenie.

Čo sa týka čistého pracovného kapitálu, ten by nemal mať vplyv na peňažné toky z investície.

Tab. 23. Výpočet cash flow 2012 – 2017 (vlastné spracovanie)

	1.rok	2.rok	3.rok	4.rok	5.rok	6.rok
Prírastok tržieb	250 000	500 000	550 000	600 000	650 000	700 000
Prírastok nákladov	30 000	30 000	50 000	50 000	60 000	60 000
Tržby - Náklady	220 000	470 000	500 000	550 000	590 000	640 000
Prírastok odpisov	83 226	166 453	166 453	166 453	166 453	83 226
Leasingová splátka	101 073	202 147	202 147	202 147	202 147	101 073
Prírastok EBT		101 400	131 400	181 400	221 400	455 701
19 % daň zo zisku	6 783	19 266	24 966	34 466	42 066	86 583
Prírastok EAT	28 918	82 134	106 434	146 934	179 334	369 118
Prírastok odpisov	83 226	166 453	166 453	166 453	166 453	83 226
Zmena ČPK	0	0	0	0	0	0
Príjem z predaja zariadenia	0	0	0	0	0	0
Daň z predaja	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow</b>	<b>-54 308</b>	<b>-84 319</b>	<b>-60 019</b>	<b>-19 519</b>	<b>12 881</b>	<b>285 892</b>

### 8.3 Efektivnosť investície

Pre zhodnotenie, či je investičný projekt ekonomicky efektívny a v budúcnosti prinesie dostatočné peňažné toky použijem metódu čistej súčasnej hodnoty, pretože je považovaná za najsprávnejšiu.

#### 8.3.1 WACC

Pre výpočet čistej súčasnej hodnoty si pomocou vážených priemerných nákladov na kapitál ako prvé stanovím mieru diskontnej sadzby, ktorá odráža požadovanú výnosnosť investície.

Náklady na cudzí kapitál som určila na základe priemernej úrokovej miery z úverov obchodných bánk pre I. polrok 2012. Sadzba je v tomto prípade 4,04 %. Úrokovú mieru je nutné znížiť o daňovú úsporu.

$$N_{CK} = 0,0404 \times (1 - 0,19) = 3,27 \%$$

Pri určení nákladov na vlastný kapitál som postupovala odhadom z nákladov cudzieho kapitálu. Zohľadnila som podstúpenie väčšieho rizika, takže ich hodnota je vyššia. Odhadovaná výška je 7 %.

$$WACC = 3,27 \times \frac{39\,678}{444\,910} + 7 \times \frac{405\,232}{444\,910} = 6,7 \%$$

#### 8.3.2 Čistá súčasná hodnota

Aj keď CT 2 bude v roku 2017 plne odpísané, jeho životnosť sa odhaduje aj na 20 rokov. Spoločnosť predpokladá jeho využitie cca do roku 2020, preto som cash flow rozšírila o ďalšie tri roky. Čistá súčasná hodnota projektu bola v roku 2017 záporná. Od roku 2018 sa už ale nebudú platiť leasingové splátky, takže je možné, že čistá súčasná hodnota bude kladná. Odpisy sa tiež vynulujú. Za kapitálovú investíciu je stanovená obstarávacía cena majetku.

Predikcia tržieb pre roky 2018 až 2020 je skôr konzervatívna, podnik plánuje pre všetky tri roky tržby na úrovni roku 2017 s miernym poklesom. Pri budúcej výške prevádzkových nákladov firma zohľadňuje zvýšenie položiek materiál a energie, z toho najmä spotrebu liekov a zdravotníckeho materiálu. Preto ráta s každoročným 5 % navýšením prevádzkových nákladov oproti roku 2017.

Tab. 24. Výpočet cash flow 2018 – 2020 (vlastné spracovanie)

	7.rok	8.rok	9.rok
Prírastok tržieb	680 000	680 000	680 000
Prírastok nákladov	63 000	66 150	69 458
Tržby - Náklady	617 000	613 850	610 542
Prírastok odpisov	0	0	0
Leasingová splátka	0	0	0
Prírastok EBT	617 000	613 850	610 542
19 % daň zo zisku	117 230	116 632	116 003
Prírastok EAT	499 770	497 219	494 539
Prírastok odpisov	0	0	0
Zmena ČPK	0	0	0
Príjem z predaja zariadenia	0	0	0
Daň z predaja	0	0	0
<b>Cash Flow</b>	<b>499 770</b>	<b>497 219</b>	<b>494 539</b>

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K = 902\,874 - 832\,264 = 70\,610$$

Čistá súčasná hodnota je kladná, takže peňažné príjmy z investície sú vyššie než počiatočný kapitálový výdaj a pre podnik XY, s. r. o. to znamená, že prijatím investície a jej financovaním cez UniCredit Leasing, a.s. sa zvýši jeho trhovú hodnotu.

#### 8.4 Pôsobenie daní

Ako bolo spomenuté v teoretickej časti, výška daňového zaťaženia je jedným z činiteľov, ktorý ovplyvňuje záujem podnikov investovať. V súčasnosti je výška dane z príjmu právnických osôb v Slovenskej republike 19 %. Od roku 2013 štát plánuje firmám zvýšiť daňové zaťaženie na 23 %. V nasledujúcej tabuľke je od roku 2013 zohľadnená vyššia miera zdanenia a jej vplyv na výšku peňažných tokov plynúcich do podniku XY, s. r. o.

Tab. 25. Výpočet cash flow při 23 % dane z příjmu (vlastné spracovanie)

	1.rok	2.rok	3.rok	4.rok	5.rok	6.rok
Prírastok tržieb	250 000	500 000	550 000	600 000	650 000	700 000
Prírastok nákladov	30 000	30 000	50 000	50 000	60 000	60 000
Tržby - Náklady	220 000	470 000	500 000	550 000	590 000	640 000
Prírastok odpisov	83 226	166 453	166 453	166 453	166 453	83 226
Leasingová splátka s poistením	101 073	202 147	202 147	202 147	202 147	101 073
Prírastok EBT	35 701	101 400	131 400	181 400	221 400	455 701
23 % daň zo zisku	6 783	23 322	30 222	41 722	50 922	104 811
Prírastok EAT	28 918	78 078	101 178	139 678	170 478	350 890
Prírastok odpisov	83 226	166 453	166 453	166 453	166 453	83 226
Zmena ČPK	0	0	0	0	0	0
Príjem z predaja zariadenia	0	0	0	0	0	0
Daň z predaja	0	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow</b>	<b>-54 308</b>	<b>-88 375</b>	<b>-65 275</b>	<b>-26 775</b>	<b>4 025</b>	<b>267 664</b>

Porovnaním výsledkov z tabuľky č. 24 a tabuľky č. 25 môžeme konštatovať, že pri predpokladaných prírastkoch tržieb a nákladov začne investícia aj pri 19 aj 23 % sadzbe dane z príjmu prinášať kladný peňažný tok v rovnakom období, tj. cca 3 a pol roka od jej zavedenia. Z dosiahnutých hodnôt predpokladám, že v tomto prípade zvýšenie daňového zaťaženia neodradí podnik XY, s. r. o. investovať. Do budúcnosti teda predpokladám,

## 8.5 Analýza rizík a doporučenia

Aj napriek tomu, že spoločnosť XY, s. r. o. je leader na regionálnom trhu a má monopolné postavenie v oblasti prevádzkovania počítačového tomografu v Považskej Bystrici, investičný projekt podniku je ohrozený rizikovými faktormi, ktoré majú z môjho pohľadu aj interný, ale predovšetkým externý charakter. V súčasnosti spoločnosť nemá problém s nedostatkom kvalifikovaných odborníkov, ktorí vykonávajú rádiologické vyšetrenia. Do budúcnosti však zvažujem predpoklad, že takýto špecializovaní pracovníci sa z dôvodu neprimeraného mzdového ohodnotenia môžu rozhodnúť pre odchod do zahraničia. Z demografických výskumov je navyše potvrdené, že počet rádiológov na Slovensku je nízky a ich platobné požiadavky sú tým pádom vysoké. Pokiaľ je naviac ich veková hranica vyššia a chystajú sa do dôchodku, pravdepodobnosť akútneho nedostatku sa

zvyšuje. Ohrozilo by to prevádzkované počítačového tomografu a spoločnosť by tým mohla prísť o značnú sumu peňazí.

Podľa môjho subjektívneho názoru je monopolné postavenie na regionálnom trhu možné brať aj ako výhodu, ale na druhej strane, aj ako ohrozenie. V budúcnosti by som rátala s možnou hrozbou vstupu silného konkurenta na takýto špecifický trh. Tu by som nadviazala na skutočnosť, že počítačový tomograf musí dosiahnuť určitý počet výkonov, aby Zdravotná poisťovňa preplatila podniku peňažné prostriedky. S prihliadnutím k možnosti vstupu konkurencie na regionálny trh, ktorý nie je rozsiahly by sa počet výkonov počítačového tomografu mohol znížiť a spoločnosť by sa tak dostala pod limit. Hrozilo by nepreplatenie výkonov. Tu by bolo vhodné uzatvoriť zmluvu so Zdravotnými poisťovňami na niekoľko rokov dopredu a tiež prediskutovať možné zmeny v príjmoch.

Čo sa týka financovania počítačového tomografu riziko vidím najmä v ďalšom zadĺžení podniku. Tentokrát bol počítačový tomograf financovaný prostredníctvom UniCredit Leasing, a.s. , ktorá nemá negatívnu skúsenosť so spoločnosťou. V budúcnosti by som však prihliadala na možnosť financovať svoje aktivity aj prostredníctvom iných veriteľov, ktorí by nadpriemerné zadĺženie nemuseli akceptovať a spoločnosť by považovali za vysoko rizikového klienta. Tým pádom by mu nemusela byť poskytnutá pôžička. Odporučila by som preto v najbližších rokoch zamerať sa na splácanie súčasných záväzkov a nerealizovať už ďalšie nové investičné projekty.

## 8.6 Zhodnotenie praktickej časti

Na základe finančnej analýzy som z účtovných výkazov priebežne hodnotila najznámejšie ukazovatele akými sú rentabilita, likvidita apod. a v oblasti finančného zdravia spoločnosti som použila súhrnné ukazovatele. Z dosiahnutých výsledkov som zhodnotila, že najprimeranejšie hodnoty podnik dosahoval v roku 2009. Od roku 2010 sa vplyvom kapitálovo náročnej investičnej činnosti a jej financovaním výhradne formou leasingovej angažovanosti zhoršili najmä ukazovatele likvidity.

Spoločnosť aj napriek tomu prišla s návrhom realizovať nový investičný projekt, ktorý sa týkal výmeny morálne zastaraného počítačového tomografu za technologicky vyspelejší typ. Po zvážení všetkých podmienok od leasingových spoločností - UniCredit Leasing Slovakia, a.s., TATRA Leasing, a.s., Slovenská Sporiteľňa Leasing, a.s. a Oberbank Leasing, a.s. som doporučila a zároveň potvrdila spoločnosti, že najvýhodnejším variantom

je finančný leasing od UniCredit, aj napriek najvyššiemu leasingovému koeficientu. Tá totiž okrem iného ako jediná ponúkla 0 % akontáciu, čo je pre XY, s. r. o. vzhľadom na horšiu likviditu nespornou výhodou. Okrem toho podnik je orientovaný na skupinu UniCredit a ich doterajšia spolupráca bola korektná. Pri financovaní investičného projektu prostredníctvom inej spoločnosti by bol proces poskytovania pôžičky zdĺhavejší a náročnejší.

V ďalšej projektovej časti bola hodnotená efektívnosť tohoto projektu pomocou čistej súčasnej hodnoty. Po konzultáciách s podnikom som stanovila predpokladané hodnoty výnosových a nákladových položiek a postupne som sa dopracovala k peňažným tokom pre obdobie júl 2012 až koniec roka 2020. Z kladnej čistej súčasnej hodnoty som usúdila, že v budúcnosti by táto investícia mala zvýšiť hodnotu firmy. Prihliadla som aj na očakávané zvýšenie daňového zaťaženia od roku 2013, čím sa ale peňažné toky z investičného projektu sice znížili, ale aj napriek tomu sa ukázal ako ekonomicky efektívny.

V poslednej časti som stanovila možné riziká financovania projektu a tiež riziká, ktoré by mohli negatívne vplyvať na investičný projekt.



## ZÁVĚR

Hlavným cieľom diplomovej práce bolo zhodnotiť finančnú situáciu podniku XY, s. r. o. a na jej základe určiť, akým spôsobom by mal podnik financovať nový investičný projekt, ktorým je medicínske zariadenie - počítačový tomograf.

Úvod do literárnej rešerše tvorí investičný proces na ktorý nadväzujú metódy hodnotenia investície rozdelené do dvoch skupín. V teoretických poznatkoch sú zahrnuté aj náklady kapitálu a modely hodnotenia finančného zdravia podniku.

Z uvedených poznatkov je spracovaná analytická a projektová časť práce. Uviedla som tu súčasný majetok spoločnosti a tiež zdroje jeho krytia. Zvyšok analytickej časti sa venuje finančnej analýze za obdobie 2009 až 2011 a tiež výpočtu bonitných a bankrotných ukazovateľov, ktoré sú nevyhnutné pri procese získavania cudzieho kapitálu.

Projektová časť diplomovej práce zahŕňa predovšetkým investičný projekt, ponuku leasingových spoločností a tiež podmienky, ktoré boli stanovené pre financovanie počítačového tomografu. Venujem sa aj hodnoteniu investície, kedy cieľom bolo zhodnotiť, či je pre podnik ekonomicky efektívna alebo naopak bude mať negatívne dopady na jej hodnotu. Za najvhodnejšiu metódu som zvolila výpočet čistej súčasnej hodnoty. Na posledných stranách projektovej časti sú zhrnuté možné riziká daného projektu.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### Knižné zdroje:

BRIGHAM, Eugene F. a Michael C. EHRHARDT. *Financial management: theory and practice*. 13th ed. Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 2011. ISBN 14-390-7810-6.

CAPON, Claire. *Understanding organisational context: inside and outside organisations*. 2nd ed. Harlow: FT Prentice Hall, 2004. ISBN 978-027-3676-607.

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana et al. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, ISBN 978-80-86929-68-2.

FOTR, Jiří. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. Vyd. 1. Praha: Grada, 1995, ISBN 80-85623-20-X.

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3293-0.

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, ISBN 80-247-0939-2.

GROPPELLI, Angelico A. a Ehsan NIKBAKHT. *Finance: Barron's Business Review Series Business review books*. 5th ed. Hauppauge, N.Y.: Barron's, 2006. Barron's Educational Series. ISBN 978-076-4134-203.

HNILICA, Jiří a Jiří FOTR. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, ISBN 978-80-247-2560-4.

IRWIN, David a Ivan SOUČEK. *Finanční řízení: podpora klíčových rozhodnutí*. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, 2005. Expert (Grada). ISBN 80-725-9019-7.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

- KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Nová ekonomika: nové příležitosti?*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2011, Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-403-2.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-717-9529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, ISBN 978-80-247-3349-4.
- KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 4.rozš. vyd. Praha: Grada, 2005, ISBN 80-247-1438-8.
- KRÁLOVIČ, Jozef a Karol VLACHYNSKÝ. *Finančný manažment*. 3. dopl.vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-356-3.
- LISÝ, Ján et al. *Ekonomía v novej ekonomike*. 2. přeprac.vyd. Banská Bystrica: Iura Edition, 2007. Edícia Ekonomía. ISBN 978-80-8078-164-4.
- LUPTÁK, Dávid et al. *Financovanie podnikateľských zámerov cudzími zdrojmi*. Bratislava: Epos, 1998. ISBN 80-8057-085-X.
- MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, ISBN 978-80-247-2432-4.
- MEGGINSON, William L., Scott B. SMART a Brian M. LUCEY. *Introduction to corporate finance*. London: Cengage Learning EMEA, 2008. ISBN 978-184-4805-624.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2.aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, ISBN 978-80-86131-85-6.
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4.aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, ISBN 978-80-247-3916-8.
- SCHOLLEOVÁ, Hana. *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.

SCHOLLEOVÁ, Hana a Jiří HNILICA. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-247-2424-9.

SMEJKAL, Vladimír a Karel RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 3.rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2010, ISBN 978-80-247-3051-6.

SRPOVÁ, Jitka. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-247-3339-5.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 3.prepr., akt. vyd. Praha: Grada Publishing, 2003. ISBN 80-247-0515-X.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování II.část*. 4.dotisk 1.vyd. Praha: VŠE, 1998, ISBN 80-7079-067-9.

VLACHYNSKÝ, Karol et al. *Podnikové financie*. Bratislava: Iura Edition, 2006. edícia Ekonómia, č. 161. ISBN 80-8078-029-3.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, ISBN 978-80-247-3647-1.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

A	Aktíva
CF	Cash flow
CT	Počítačový tomograf
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DHM	Dlhodobý hmotný majetek
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľný peňažný tok
IRR	Vnútorne výnosové percento
KV	Kapitálový výdaj
LS	Leasingová splátka
MRI	Magnetická rezonancia
WACC	Vážené priemerné náklady na kapitál

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 4. Graf vývoja výsledku hospodárenia (vlastné spracovanie)</i> .....	53
<i>Obr. 5. Graf rozdelenia EBIT (vlastné spracovanie)</i> .....	54
<i>Obr. 6. Graf vývoja ukazovateľov aktivity (vlastné spracovanie)</i> .....	58
<i>Obr. 7. Graf vývoja Z-skóre (vlastné spracovanie)</i> .....	63
<i>Obr. 8. Počítačový tomograf Siemens SOMATOM (zdroj podniku)</i> .....	65
<i>Obr. 9. Graf vývoja EURIBOR (vlastné spracovanie)</i> .....	68

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Hodnoty Kralickovho quicktestu (vlastné spracovanie)</i> .....	34
<i>Tab. 2 SWOT analýza podniku XY, s. r. o. (vlastné spracovanie)</i> .....	43
<i>Tab. 3 Prehľad majetku spoločnosti XY, s. r. o. (vlastné spracovanie)</i> .....	45
<i>Tab. 4. Prehľad financovania počítačového tomografu (vlastné spracovanie)</i> .....	46
<i>Tab. 5. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)</i> .....	47
<i>Tab. 6. Prehľad financovania magnetickej rezonancie (vlastné spracovanie)</i> .....	47
<i>Tab. 7. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)</i> .....	48
<i>Tab. 8. Prehľad financovania osobného automobilu (vlastné spracovanie)</i> .....	48
<i>Tab. 9. Výpočet nákladov na leasing (vlastné spracovanie)</i> .....	49
<i>Tab. 10. Vývoj výsledku hospodárenia (vlastné spracovanie podľa interný zdroj podniku)</i> .....	53
<i>Tab. 11. Vývoj čistého pracovného kapitálu (vlastné spracovanie)</i> .....	55
<i>Tab. 12. Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)</i> .....	56
<i>Tab. 13. Multiplikátor vlastného kapitálu (vlastné spracovanie)</i> .....	57
<i>Tab. 14. Ukazovatele likvidity (vlastné spracovanie)</i> .....	57
<i>Tab. 15. Ukazovatele zadĺženosti (vlastné spracovanie)</i> .....	59
<i>Tab. 16. Index bonity (vlastné spracovanie)</i> .....	61
<i>Tab. 17. Kralickov rýchly test (vlastné spracovanie)</i> .....	62
<i>Tab. 18. Altmanovo Z-skóre (vlastné spracovanie)</i> .....	63
<i>Tab. 19. Index IN05 (vlastné spracovanie)</i> .....	64
<i>Tab. 20. Vývoj EURIBOR (vlastné spracovanie)</i> .....	68
<i>Tab. 21. Podmienky leasingových spoločností (vlastné spracovanie)</i> .....	71
<i>Tab. 22. Odpisy počítačového tomografu (vlastné spracovanie)</i> .....	74
<i>Tab. 23. Výpočet cash flow 2012 – 2017 (vlastné spracovanie)</i> .....	75
<i>Tab. 24. Výpočet cash flow 2018 – 2020 (vlastné spracovanie)</i> .....	77
<i>Tab. 25. Výpočet cash flow při 23 % dane z příjmu (vlastné spracovanie)</i> .....	78

## SEZNAM PŘÍLOH

- P I    Percentuální rozbor položiek majetkovej a finančnej štruktúry 2009 - 2011 XY, s. r. o.
- P II    Vývojové trendy položiek majetkovej a finančnej štruktúry 2009 – 2011 XY, s. r. o.
- P III   Percentuální rozbor položiek výnosov a nákladov 2009 – 2011 XY, s. r. o.
- P IV    Vývojové trendy položiek výnosov a nákladov 2009 – 2011 XY, s. r. o.
- P V    Splátkový plán počítačového tomografu CT 2



**PŘÍLOHA P I: PERCENTUÁLNÝ ROZBOR POLOŽIEK  
MAJETKOVEJ A FINANČNEJ ŠTRUKTÚRY 2009 – 2011 XY, S. R. O.**

(v EUR)	2009		2010		2011	
<b>Aktíva</b>	778 863	100%	3 328 051	100%	2 847 215	100%
<b>Dlhodobý majetok</b>	413 288	53,06%	2 931 097	88,07%	2 523 784	88,64%
DNM	5 091	0,65%	3 492	0,10%	2 834	0,10%
- Softvér	1 184	0,15%	888	0,03%	1 532	0,05%
- Ostatný DNM	3 907	0,50%	2 604	0,078	1 302	0,05%
DHM	408 197	52,41%	2 927 605	87,97%	2 520 950	88,54%
- Pozemky	6 938	0,89%	6 938	0,21%	6 938	0,24%
- Stavby	49 332	6,33%	48 058	1,44%	45 106	1,58%
- Hnuteľné veci a súbory	238 127	30,57%	2 746 396	82,52%	2 374 309	83,39%
- Ostatný DHM	83 585	10,73%	95 998	2,88%	64 382	2,26%
- Obstarávaný DHM	30 215	3,88%	30 215	0,91%	30 215	1,06%
<b>Obežný majetok</b>	363 523	46,67%	394 262	11,85%	322 704	11,33%
Zásoby	19 096	2,45%	17 357	0,52%	0	0
- Materiál	0	0,00%	0	0	0	0
- Tovar	17 357	2,23%	17 357	0,52%	0	0
- Poskytnuté preddávky na zásoby	1 739	0,22%	0	0%	0	0
Kr. pohľadávky	258 311	33,17%	370 637	11,14%	321 404	11,29%
- Pohľadávky z obchodného styku	189 307	24,31%	267 576	8,04%	285 558	10,03%
- Daňové pohľadávky a dotácie	65 051	8,35%	92 858	2,79%	276	0,01%
- Iné pohľadávky	3 953	0,51%	10 203	0,31%	35 570	1,25%
Finančné účty	86 116	11,06%	6 268	0,19%	1300	0,05%
- Peniaze	85 963	11,04%	6 268	0,19%	988	0,03%
- Účty v bankách	153	0,02%	0	0	312	0,01%
<b>Časové rozlíšenie</b>	2 052	0,27%	2 692	0,08%	727	0,03%
Náklady budúcich období krátkodobé	2 052	0,27%	2 692	0,08%	727	0,03%
<b>Pasíva</b>	778 863	100%	3 328 051	100%	2 847 215	100%
<b>Vlastný kapitál</b>	411 165	52,79%	293 581	8,82%	405 232	14,23%
Základný kapitál	16 431	2,11%	16 431	0,49%	16 431	0,58%
- ZK	16 431	2,11%	16 431	0,49%	16 431	0,58%
Kapitálové fondy	432 488	55,53%	432 488	13,00%	432 488	15,19%
- Ostatné kapitálové fondy	432 488	55,53%	432 488	13,00%	432 488	15,19%
Fondy zo zisku	1 095	0,14%	1 643	0,05%	1 643	0,06%
- Zákonný rezervný fond	1 095	0,14%	1 643	0,05%	1 643	0,06%
Výsledok hospodárenia min. rokov	-71 740	-9,21%	-39 396	-1,18%	-156 981	-5,51%
- Neuhradená strata min. rokov	-71 740	-9,21%	-39 396	-1,18%	-156 981	-5,51%
VH za účtovné obdobie po zdanení	32 891	4,22%	-117 585	-3,53%	111 651	3,92%
<b>Závazky</b>	367 479	47,18%	3 033 328	91,14%	2 441 983	85,77%
Rezervy	9 996	1,28%	8 932	0,27%	8 932	0,31%
- Ostatné kr. rezervy	9 996	1,28%	8 932	0,27%	8 932	0,31%
Dlhodobé záväzky	155 912	20,02%	2 038 519	61,25%	1 527 805	53,66%
- Záväzky zo sociálneho fondu	1 085	0,14%	201	0,01%	474	0,02%
- Ostatné dlhodobé záväzky	154 827	19,88%	2 038 318	61,25%	1 527 331	53,64%
Krátkodobé záväzky	132 288	16,98%	896 888	26,95%	865 568	30,40%
- Záväzky z obchodného styku	14 196	1,82%	231 960	6,97%	130 979	4,60%
- Nevyfakturované dodávky	79	0,01%	-1 677	-0,05%	-110	0,00%
- Záväzky voči spoločníkom a združeniu	0	0%	213 059	6,40%	131 015	4,60%
- Záväzky voči zamestnancom	7 448	0,96%	15 631	0,47%	18 828	0,66%
- Záväzky zo sociálneho poistenia	3 889	0,50%	14 243	0,43%	24 080	0,85%
- Daňové záväzky a dotácie	33 095	4,25%	6 046	0,18%	15 841	0,56%
- Ostatné záväzky	73 581	9,45%	417 626	12,55%	544 935	19,14%
Bankové úvery	69 283	8,90%	88 989	2,67%	39 678	1,39%
- Bankové úvery dlhodobé	5 709	0,73%	0	0	0	0
- Bežné bankové úvery	63 574	8,16%	88 989	2,67%	39 678	1,39%
<b>Časové rozlíšenie</b>	219	0,03%	1 142	0,03%	0	0
Výnosy budúcich období krátkodobé	219	0,03%	1 142	0,03%	0	0

## PŘÍLOHA P II: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽIEK MAJETKOVEJ A FINANČNEJ ŠTRUKTÚRY 2009 – 2011 XY, S. R. O.

(v EUR)	2009	2010	2010/2009	2011	2011/2010	2011/2009
<b>Aktíva</b>	<b>778 863</b>	<b>3 328 051</b>	<b>327,30%</b>	<b>2 847 215</b>	<b>-14,45%</b>	<b>265,56%</b>
<b>Dlhodobý majetok</b>	<b>413 288</b>	<b>2 931 097</b>	<b>609,21%</b>	<b>2 523 784</b>	<b>-13,90%</b>	<b>510,66%</b>
DNM	5 091	3 492	-31,41%	2 834	-18,84%	-44,33%
- Softvér	1 184	888	-25,00%	1 532	72,52%	29,39%
- Ostatný DNM	3 907	2 604	-33,35%	1 302	-50,00%	-66,68%
DHM	408 197	2 927 605	617,20%	2 520 950	-13,89%	517,58%
- Pozemky	6 938	6 938	0	6 938	0	0
- Stavby	49 332	48 058	-2,58%	45 106	-6,14%	-8,57%
- Hnuteľné veci a súbory	238 127	2 746 396	1053,33%	2 374 309	-13,55%	897,08%
- Ostatný DHM	83 585	95 998	14,85%	64 382	-32,93%	-22,97%
- Obstarávaný DHM	30 215	30 215	0	30 215	0	-100,00%
<b>Obežný majetok</b>	<b>363 523</b>	<b>394 262</b>	<b>8,46%</b>	<b>322 704</b>	<b>-18,15%</b>	<b>-11,23%</b>
Zásoby	19 096	17 357	-9,11%	0	-100,00%	-100,00%
- Materiál	0	0	0	0	0	0
- Tovar	17 357	17 357	0	0	-100,00%	-100,00%
- Poskytnuté preddávky na zásoby	1 739	0	-100,00%	0	0	-100,00%
Kr. pohľadávky	258 311	370 637	43,48%	321 404	-13,28%	24,43%
- Pohľadávky z obchodného styku	189 307	267 576	41,35%	285 558	6,72%	50,84%
- Daňové pohľadávky a dotácie	65 051	92 858	42,75%	276	-99,70%	-99,58%
- Iné pohľadávky	3 953	10 203	158,11%	35 570	248,62%	799,82%
Finančné účty	86 116	6 268	-92,72%	1300	-79,26%	-98,49%
- Peniaze	85 963	6 268	-92,71%	988	-84,24%	-98,85%
- Účty v bankách	153	0	-100,00%	312	0	-100,00%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>2 052</b>	<b>2 692</b>	<b>31,19%</b>	<b>727</b>	<b>-72,99%</b>	<b>-64,57%</b>
Náklady budúcich období kr.	2 052	2 692	31,19%	727	-72,99%	-64,57%
<b>Pasíva</b>	<b>778 863</b>	<b>3 328 051</b>	<b>327,30%</b>	<b>2 847 215</b>	<b>-14,45%</b>	<b>265,56%</b>
<b>Vlastný kapitál</b>	<b>411 165</b>	<b>293 581</b>	<b>-28,60%</b>	<b>405 232</b>	<b>38,03%</b>	<b>-1,44%</b>
Základný kapitál	16 431	16 431	0	16 431	0	-100,00%
- ZK	16 431	16 431	0	16 431	0	-100,00%
Kapitálové fondy	432 488	432 488	0	432 488	0	-100,00%
- Ostatné kapitálové fondy	432 488	432 488	0	432 488	0	-100,00%
Fondy zo zisku	1 095	1 643	50,05%	1 643	0	-100,00%
- Zákonný rezervný fond	1 095	1 643	50,05%	1 643	0	-100,00%
Výsledok hospodárenia min. rokov	-71 740	-39 396	-45,09%	-156 981	298,47%	118,82%
- Neuhradená strata min. rokov	-71 740	-39 396	-45,09%	-156 981	298,47%	-100,00%
VH za účtovné obdobie po zdanení	32 891	-117 585	-457,50%	111 651	-194,95%	239,46%
<b>Závazky</b>	<b>367 479</b>	<b>3 033 328</b>	<b>725,44%</b>	<b>2 441 983</b>	<b>-19,49%</b>	<b>564,52%</b>
Rezervy	9 996	8 932	-10,64%	8 932	0	-100,00%
- Ostatné kr. rezervy	9 996	8 932	-10,64%	8 932	0	-100,00%
Dlhodobé záväzky	155 912	2 038 519	1207,48%	1 527 805	-25,05%	879,91%
- Záväzky zo sociálneho fondu	1 085	201	-81,47%	474	135,82%	-56,31%
- Ostatné dlhodobé záväzky	154 827	2 038 318	1216,51%	1 527 331	-25,07%	886,48%
Krátkodobé záväzky	132 288	896 888	577,98%	865 568	-3,49%	554,31%
- Záväzky z obchodného styku	14 196	231 960	1533,98%	130 979	-43,53%	822,65%
- Nevymfakturované dodávky	79	-1 677	-2222,78%	-110	-93,44%	-239,24%
- Záväzky voči spoločníkom a združeniu	0	213 059	0	131 015	-38,51%	0
- Záväzky voči zamestnancom	7 448	15 631	109,87%	18 828	20,45%	152,79%
- Záväzky zo sociálneho poistenia	3 889	14 243	266,24%	24 080	69,07%	519,18%
- Daňové záväzky a dotácie	33 095	6 046	-81,73%	15 841	162,01%	-52,13%
- Ostatné záväzky	73 581	417 626	467,57%	544 935	30,48%	640,59%
Bankové úvery	69 283	88 989	28,44%	39 678	-55,41%	-42,73%
- Bankové úvery dlhodobé	5 709	0	-100,00%	0	0	-100,00%
- Bežné bankové úvery	63 574	88 989	39,98%	39 678	-55,41%	-37,59%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>219</b>	<b>1 142</b>	<b>421,46%</b>	<b>0</b>	<b>-100,00%</b>	<b>-100,00%</b>
Výnosy budúcich období kr.	219	1 142	421,46%	0	-100,00%	-100,00%

**PŘÍLOHA P III: PERCENTUÁLNÝ ROZBOR POLOŽIEK VÝNOSOV  
A NÁKLADOV 2009 – 2011 XY, S. R. O.**

(v EUR)	2009		2010		2011	
<b>Výroba</b>	755 540	97,50%	821 728	99,60%	1 863 513	99,65%
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	755 540	97,50%	821 728	99,60%	1 863 513	99,65%
<b>Výrobná spotreba</b>	237 233	31,97%	434 372	46,08%	390 619	22,21%
Spotreba materiálu, energie, neskladovaných dodávok	143 343	19,32%	169 038	17,93%	213 392	12,14%
Služby	93 890	12,65%	265 334	28,15%	177 227	10,08%
<b>Pridaná hodnota</b>	518 307	x	387 356	x	1 472 894	x
Osobné náklady	141 904	19,12%	212 039	22,50%	415 503	23,63%
- Mzdové náklady	107 800	14,53%	159 338	16,90%	313 280	17,82%
- Náklady na sociálne poistenie	29 578	3,99%	45 565	4,83%	87 082	4,95%
- Sociálne náklady	4 526	0,61%	7 136	0,76%	15 141	0,86%
Dane a poplatky	2 046	0,28%	4 120	0,44%	20 563	1,17%
Odpisy DHM a DNM	118 555	15,98%	165 162	17,52%	638 941	36,34%
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	16 545	2,14%	2 055	0,25%	83	0,00%
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	44 031	5,93%	91 136	9,67%	121 168	6,89%
Prevod výnosov z hospodárskej činnosti	152 112	20,50%	0	0	0	0
<b>VH z hospodárskej činnosti</b>	76 204	x	-83 046	x	276 802	x
Výnosové úroky	0	0	0	0	536	0,03%
Nákladové úroky	39 241	5,29%	25 333	2,69%	124 671	7,09%
Kurzové zisky	2 842	0,37%	1 232	0,15%	5 969	0,32%
Kurzové straty	599	0,08%	3 183	0,34%	1 717	0,10%
Ostatné náklady na finančnú činnosť	6 315	0,85%	7 255	0,77%	18 459	1,05%
<b>VH z finančnej činnosti</b>	-43 313	x	-34 539	x	-138 342	x
<b>VH z bežnej činnosti pred zdanením</b>	32 891	x	-117 585	x	138 460	x
Daň z príjmov z bežnej činnosti	0	0	0	0	9 452	0,54%
-splatná	0	0	0	0	9 452	0,54%
<b>VH z bežnej činnosti po zdanení</b>	32 891	x	-117 585	x	129 008	x
Mimoriadne náklady	0	0	0	0	17 357	0,99%
VH z mimoriadnej činnosti pred zdanením	0	x	0	x	-17 357	x
VH z mimoriadnej činnosti po zdanení	0	x	0	x	-17 357	x
<b>VH za účtovné obdobie pred zdanením</b>	32 891	x	-117 585	x	121 103	x
<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	32 891	x	-117 585	x	111 651	x

<b>Σ Výnosy</b>	774 927	100%	825 015	100%	1 870 101	100%
<b>Σ Náklady</b>	742 036	100%	942 600	100%	1 758 450	100%

**PŘÍLOHA P IV: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽIEK VÝNOSOV A NÁKLADOV 2009 – 2011 XY, S. R. O.**

(v EUR)	2009	2010	2010/2009	2011	2011/2010	2011/2009
Výroba	755 540	821 728	8,76%	1 863 513	126,78%	146,65%
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	755 540	821 728	8,76%	1 863 513	126,78%	146,65%
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	16 545	2 055	-87,58%	83	-95,96%	-99,50%
Výnosové úroky	0	0	0	536	0	0
Kurzové zisky	2 842	1 232	-56,65%	5 969	384,50%	110,03%
<b>Σ Výnosy</b>	<b>774 927</b>	<b>825 015</b>	<b>6,46%</b>	<b>1 870 101</b>	<b>126,67%</b>	<b>141,33%</b>
<b>Výrobná spotreba</b>	<b>237 233</b>	<b>434 372</b>	<b>83,10%</b>	<b>390 619</b>	<b>-10,07%</b>	<b>64,66%</b>
Spotreba materiálu, energie, nesklad. dodávok	143 343	169 038	17,93%	213 392	26,24%	48,87%
Služby	93 890	265 334	182,60%	177 227	-33,21%	88,76%
Osobné náklady	141 904	212 039	49,42%	415 503	95,96%	192,81%
- Mzdové náklady	107 800	159 338	47,81%	313 280	96,61%	190,61%
- Náklady na sociálne poistenie	29 578	45 565	54,05%	87 082	91,12%	194,41%
- Sociálne náklady	4 526	7 136	57,67%	15 141	112,18%	234,53%
Dane a poplatky	2 046	4 120	101,37%	20 563	399,10%	905,03%
Odpisy DHM a DNM	118 555	165 162	39,31%	638 941	286,86%	438,94%
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	44 031	91 136	106,98%	121 168	32,95%	175,19%
Prevod výnosov z hospodárskej činnosti	152 112	0	-100,00%	0	0	-100,00%
Nákladové úroky	39 241	25 333	-35,44%	124 671	392,13%	217,71%
Kurzové straty	599	3 183	431,39%	1 717	-46,06%	186,64%
Ostatné náklady na finančnú činnosť	6 315	7 255	14,89%	18 459	154,43%	192,30%
Daň z príjmov z bežnej činnosti	0	0	0	9 452	0	0
-splatná	0	0	0	9 452	0	0
Mimoriadne náklady	0	0	0	17 357	0	0
<b>Σ Náklady</b>	<b>742 036</b>	<b>942 600</b>	<b>27,03%</b>	<b>1 758 450</b>	<b>86,55%</b>	<b>136,98%</b>

## PŘÍLOHA P V. SPLÁTKOVÝ PLÁN POČÍTAČOVÉHO TOMOGRAFU CT 2

P.Č.	Dátum		lstina	úrok	leasingová spl.	DPH	LS. s DPH	poistenie	CELKOM
1.	júl		11 445,44	5 166,01	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
2.	august		11 517,92	5 093,53	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
3.	september		11 590,88	5 020,57	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
4.	október		11 664,28	4 947,17	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
5.	november		11 738,15	4 873,30	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
6.	december	2012	11 812,50	4 798,95	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
7.	január		11 887,31	4 724,14	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
8.	február		11 962,60	4 648,85	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
9.	marec		12 038,36	4 573,09	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
10.	apríl		12 114,60	4 496,85	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
11.	máj		12 191,33	4 420,12	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
12.	jún		12 268,54	4 342,91	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
13.	júl		12 346,24	4 265,21	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
14.	august		12 424,43	4 187,02	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
15.	september		12 503,12	4 108,33	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
16.	október		12 582,31	4 029,14	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
17.	november		12 661,99	3 949,46	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
18.	december	2013	12 742,19	3 869,26	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
19.	január		12 822,89	3 788,56	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
20.	február		12 904,10	3 707,35	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
21.	marec		12 985,83	3 625,62	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
22.	apríl		13 068,07	3 543,38	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
23.	máj		13 150,83	3 460,62	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
24.	jún		13 234,12	3 377,33	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
25.	júl		13 317,94	3 293,51	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
26.	august		13 402,29	3 209,16	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
27.	september		13 487,17	3 124,28	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
28.	október		13 572,58	3 038,87	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
29.	november		13 658,55	2 952,90	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
30.	december	2014	13 745,05	2 866,40	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
31.	január		13 832,10	2 779,35	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
32.	február		13 919,70	2 691,75	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
33.	marec		14 007,87	2 603,58	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
34.	apríl		14 096,58	2 514,87	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
35.	máj		14 185,86	2 425,59	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
36.	jún		14 275,70	2 335,75	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
37.	júl		14 366,11	2 245,34	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
38.	august		14 457,10	2 154,35	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
39.	september		14 548,66	2 062,79	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
40.	október		14 640,81	1 970,64	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
41.	november		14 733,52	1 877,93	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
42.	december	2015	14 826,85	1 784,60	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
43.	január		14 920,74	1 690,71	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
44.	február		15 015,24	1 596,21	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
45.	marec		15 110,34	1 501,11	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
46.	apríl		15 206,04	1 405,41	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
47.	máj		15 302,34	1 309,11	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
48.	jún		15 399,26	1 212,19	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
49.	júl		15 496,78	1 114,67	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
50.	august		15 594,93	1 016,52	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
51.	september		15 693,70	917,75	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
52.	október		15 793,10	818,35	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
53.	november		15 893,11	718,34	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
54.	december	2016	15 993,77	617,68	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
55.	január		16 095,07	516,38	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
56.	február		16 197,00	414,45	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
57.	marec		16 299,59	311,86	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
58.	apríl		16 402,81	208,64	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
59.	máj		16 506,70	104,75	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,12	20 167,86
60.	jún	2017	16 611,34	0,11	16 611,45	3 322,29	19 933,74	234,38	20 168,12
			<b>832 264,33</b>	<b>164 422,67</b>	<b>996 687,00</b>	<b>199 337,40</b>	<b>1 196 024,40</b>	<b>14 047,46</b>	<b>1 210 071,86</b>