



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**ANALÝZA ODVETVOVÝCH ÚVEROVÝCH RIZÍK**  
( Hutníctvo a strojárstvo – 1. časť )

**Ing. Dušan Preisinger**

Inštitút menových a finančných štúdií  
Bratislava 1999

# Analýza odvetvových úverových rizík

## hutníctvo a strojárstvo - I.časť

V príspevku zo dňa 26. 2. 1999 sme nadviazali na analýzu tých ekonomických vzťahov, ktoré umožňujú definovať príčiny porúch v podnikových finančných tokoch z následným dopadom nielen na všeobecnú výšku potenciálneho úverového rizika, ale aj na vývoj reálnych úverových strát. Na základe týchto východísk sa pokúsime určiť základné parametre bilančnej rovnováhy a výkonnosti jednotlivých odvetví, ktoré pri rešpektovaní odvetvových špecifik v štruktúre aktív a pasív ovplyvňujú odvetvové úverové riziko a jeho mieru odlišnosti od všeobecného úverového rizika.

Všeobecnú charakteristiku analyzovanej vzorky hutníckych a strojárskych podnikov, ktorá je vyjadrená podielom vybraných ukazovateľov na celkovej vzorke podnikovej sféry uvádza tabuľka č.1a.

tab.č.1a (v %)

ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996
tržby	10,29	9,86	13,30	9,95
aktíva	11,23	10,59	14,36	10,95
roční zisk*	<b>64,16</b>	<b>1.232,97</b>	x	<b>327,02</b>
cash-flow **	x	<b>2,89</b>	<b>0,53</b>	x
ziskovosť	13,44	16,71	15,80	13,18
tržbová hodnota	11,34	11,99	12,31	10,78
tržba na kapitál	8,26	8,90	8,44	6,12
tržby na úver	14,69	15,17	16,16	15,05
tržby na úver	13,91	12,42	13,90	12,20

\* táto skupina podnikateľských subjektov vykázala v celom sledovanom období stratu. Z toho dôvodu kladné hodnoty vyjadrujú podiel na celkovej strate podnikovej sféry a symbol "x" v roku 1995 znamená stratu tejto skupiny pri dosiahnutom zisku za podnikovú sféru.

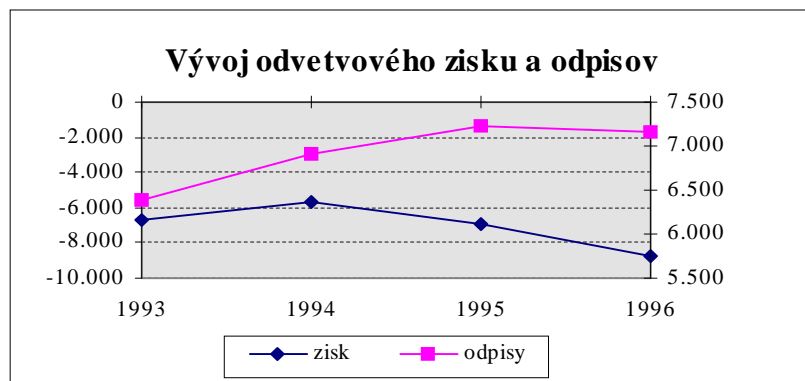
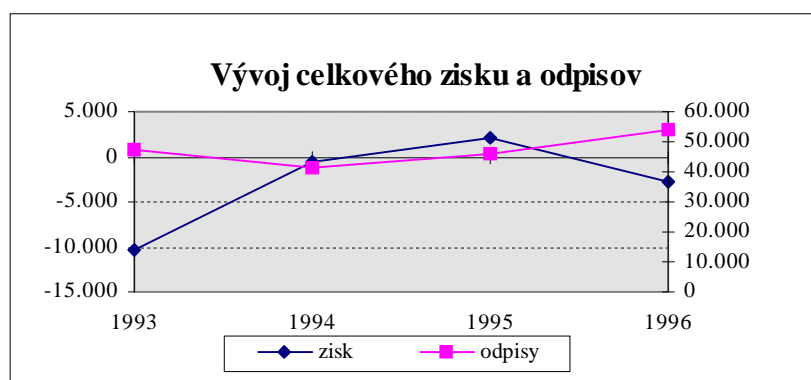
\*\*symbol "x" rovnako vyjadruje zápornú hodnotu cash-flow analyzovaných hutníckych a strojárskych podnikov pri celkovej kladnej hodnote.

Na základe vývoja týchto ukazovateľov je možné konštatovať:

- Analyzovaná vzorka hutníckych a strojárskych podnikov v celom období vykázala stratu. V porovnaní s ostatnými odvetviami nie je jedinou, významná je však úroveň stratovosti. V dlhodobom časovom horizonte je najvyššia. Kým priemerná rentabilita aktív (ROA=zisk/aktíva) podnikovej sféry sa pohybuje v intervale <-0,78 až 0,16>, rentabilita týchto odvetví dosahuje úroveň v intervale < -5,22 až -3,59 > (údaje sú v halieroch na 1,- Sk aktív). Je teda pochopiteľné, že podiel nákladov na celkových nákladoch podnikovej sféry je trvale vyšší ako podiel tržieb na celkových tržbách.

Významným rizikovým faktorom je dlhodobo dosahovaná hodnota cash-flow. V porovnaní so všeobecnou úrovňou tvorby disponibilných zdrojov nad rámec reprodukcie prevádzkového

cyklu, to znamená zdrojov umožňujúcich znižovanie finančnej závislosti (cash-flow/tržby), ktorá sa pohybuje na úrovni od 3,29 po 4,19 hal./1,-Sk tržieb, je výrazne nižšia. Dosahuje hodnotu od -1,25 do 0,97. Reálna schopnosť likvidity je však ovplyvnená štruktúrou odvetvového cash-flow. Grafy č.1 (hutníctvo a strojárstvo) a č.2 (podniková sféra) umožňujú porovnanie vývoja odpisov a zisku ako dvoch rozhodujúcich položiek cash-flow. Údaje sú vyjadrené v absolútnych hodnotách (v mil. Sk). Prvým dôvodom je, že zisk aj cash-flow často dosahujú záporné hodnoty a tým skresľujú pomerové ukazovatele. Súčasne však dopĺňajú údaje uvedené v tabuľke 1a. Ak konštatujeme, že podniková sféra vykazuje kladné cash-flow "vďaka" odpisom, viacnásobne to platí pre hutnícke a strojárenské podniky ako celok.



Pri všeobecnej stratovosti podnikových aktív je zrejmé, že jediným potenciálnym vlastným zdrojom pre budúcu reprodukciu sú odpisy. To znamená, že odpisy tvoria viac ako 100% cash-flow, ktoré je znížené o stratu. Také postavenie odpisov má však ekonomické opodstatnenie buď v rozbehovej fáze alebo krátkodobo v etape rozvojových impulzov. Vývoj štruktúry úverov, v ktorej nepretržite klesá podiel investičných úverov tento vplyv vylučuje. Za podnikovú sféru tvoria odpisy 95,52% - 127,90% cash flow. Za podniky hutníctva a strojárstva postavenie odpisov charakterizujú hodnoty 584,42% - 2.821,48% pričom v rokoch 1993 a najmä 1996 odpisy nevykryli ani stratu a stali sa súčasťou zápornej hodnoty cash-flow. Je pochopiteľné, že v štruktúre odvetvovej cenovej kalkulácie má položka odpisov rozdielnu

váhu a uvedené odvetvia patria k investične náročnejším. Významným faktorom zdravej reprodukcie finančných tokov je dosiahnutie takej pridanej hodnoty v rámci cenovej kalkulácie, ktorá je ako súčasť reálnych tržieb adekvátne odpisovej náročnosti. Kým podniková sféra na 1,- Sk odpisov dosahuje v dlhodobom priemere 24,78 Sk tržieb, uvedené odvetvia dosahujú iba 18,29 Sk.

Ak teda odpisy predstavujú 5,4% výnosov ( podnikový priemer je 3,9%), rastie vplyv doby obratu zásob a pohľadávok na mieru finančnej závislosti. Doba obratu pohľadávok sa však pohybuje na úrovni 100-130 dní (všeobecná doba osciluje okolo úrovne 90 dní) a doba obratu zásob na úrovni 77-87 dní ( všeobecná doba je okolo 51 dní). Znamená to, že reprodukcia prevádzkového cyklu je v dlhodobom priemere o približne dva mesiace dlhšia. V zásobách a pohľadávkach je teda dlhodobo viazaných takmer 55% odpisov (podnikový priemer je 40,85%). Ak konštatujeme, že tieto odpisy predstavujú v priemere 5% nákladov (podnikový priemer je 4%), a navyše sú jediným zdrojom cash-flow, je zrejmé, že zabezpečenie reprodukcie prevádzkového cyklu odčerpáva aj vnútorné zdroje pôvodne v kalkulácii určené na znižovanie finančnej závislosti . Obrátkovosť obežných aktív sa preto oveľa citelnejšie premieta do doby obratu krátkodobých záväzkov. Pri jej všeobecnej úrovni 140-150 dní, hutnícke a strojárské podniky vykazujú 150-183 dní. Výsledkom spomínanej doby obratu zásob a pohľadávok, následne doby obratu záväzkov, stratovosti aktív a štruktúry cash-flow je, že na 1,- Sk tržieb pripadá dlhodobo okolo 50 hal. krátkodobých a 85 hal. celkových záväzkov ( podnikový priemer je 40 hal. resp. 60 hal).

Ak sa vrátíme k tabuľke č.1a, je táto vysoká finančná závislosť tržieb okrem spomínaných faktorov sprevádzaná podpriemernou kapitálovou vybavenosťou, podiel na agregovanej bilančnej hodnote je výrazne vyšší ako podiel na agregovanom vlastnom kapitáli. Potvrdzujú to údaje v tabuľke 1b.

tab.č.1b (v %)

k/ukazovateľ	hutníctvo a strojárstvo			podniková sféra		
	K/BH	K/FM	A/BZ	K/BH	K/FM	A/BZ
<b>1993</b>	37,92	67,76	125,18	52,07	86,50	130,92
<b>1994</b>	37,69	68,49	127,64	50,78	87,66	126,21
<b>1995</b>	34,25	64,43	119,23	49,82	82,42	126,97
<b>1996</b>	32,41	50,48	106,50	47,74	77,27	117,58

VK = vlastný kapitál  
 BH = bilančná hodnota  
 FM = fixný majetok  
 OA = obežné aktíva  
 BZ = bežné záväzky

VK/BH = kapitálová vybavenosť  
 VK/FM = miera krytia fixného majetku vlastným kapitálom  
 OA/BZ = miera krytia bežných záväzkov obežnými aktívami

Pri všeobecnom poklese kapitálovej vybavenosti podnikovej sféry indexom 91,68% zaznamenali podniky týchto odvetví index poklesu 85,47%. Znamená to, že aj pri porovnaní so všeobecne podkapitalizovanou podnikovou sférou na dosiahnutie priemernej úrovne krytia reprodukcie prevádzkového cyklu chýba v relatívnom prepočte 34.763 mil. Sk vlastných zdrojov, čo predstavuje kapitálový deficit vo výške 76% ich súčasnej hodnoty. Nedostatok kapitálu pri nevyhnutne vyššej investičnej náročnosti prevádzkového cyklu hutníckych a strojárskych podnikov sa premieta do nedostatočného financovania fixného majetku vlastnými zdrojmi. To je v porovnaní s podnikovou sférou o viac ako tretinu nižšie. Významnejším rizikovým faktorom však je vývoj nasledujúcich vzťahov:

- Za sledované obdobie kleslo krytie fixného majetku týchto odvetví vlastným kapitálom a dlhodobými cudzími zdrojmi z úrovne 115,82% na 105,27%. V podnikovej sfére ako celku bol zaznamenaný pokles z hodnoty 115,62% na 109,25%. Tento dynamickejší pokles financovania fixného majetku a teda aj fixných nákladov dlhodobými zdrojmi znamená, že v relatívnom prepočte klesli dlhodobé zdroje voľné na financovanie 1,- Sk obežných aktív z 20 halierov na 6 halierov.

- Výrazne sa zhoršila štruktúra dlhodobých zdrojov. Ukazovateľ "dlhodobé záväzky/vlastný kapitál" sa zvýšil z hodnoty 70,94% na 108,52%. To znamená, že v štruktúre pracovného kapitálu nepretžite rastie dlhodobá finančná závislosť. Je spôsobená spomínanou agregovanou stratovosťou aktív, ktorá vyúsťuje do záporného cash-flow. Navyše ekonomicky neudržateľná hodnota odpisov umítnená v zásobách a pohľadávkach predlžuje návratnosť dlhodobých záväzkov, ktorých splácanie je oveľa citlivejšie na ziskovú maržu a odpisy vyinkasované v reálnych tržbách. V porovnaní s podnikovou sférou, ktorá na 1,-Sk pohľadávok potrebuje 2,38 Sk cudzích zdrojov, hutnícke a strojárské podniky potrebujú 2,78 Sk. Klesá tá časť pridanej hodnoty v obežných aktívach, ktorá nie je odčerpávaná splácaním bežných záväzkov (OA/BZ).

Tento vývoj spôsobuje predlžovanie návratnosti aj krátkodobých záväzkov.

Vývoj všetkých ukazovateľov uvedených v tabuľkách č.1a a 1b a ich porovnanie s priemernými hodnotami za podnikovú sféru si vyžaduje venovať zvýšenú pozornosť postaveniu úverov v štruktúre finančnej závislosti hutníckych a strojárskych podnikov, ktoré dokumentuje tabuľka č.1c

tab.č 1c (v %)

k/ukazovateľ	hutníctvo a strojárstvo			porovnanie s podnikovou sférou		
	Ú/Z	KÚ/KZ	Ú/P	Ú/Z	KÚ/KZ	Ú/P
<b>1993</b>	29,52	20,43	77,01	89,48	88,67	94,51
<b>1994</b>	30,01	24,53	79,09	106,99	<b>137,27</b>	<b>130,73</b>
<b>1995</b>	33,88	17,82	92,83	102,05	80,60	118,66
<b>1996</b>	36,96	34,14	<b>115,32</b>	101,32	<b>133,78</b>	<b>125,02</b>

porovnanie s podnikovou sférou je vyjadrením vzťahu " hodnota odvetvia/hodnota podnikovej sféry" ( hodnoty podnikovej sféry boli uvedené v predchádzajúcom príspevku)

Ú=úvery Z=závazky KÚ=krátkodobé úvery K =krátkodobé záväzky P=pohľadávky

- Stratovosť aktív a vysoká prevádzková leverage ( fixné náklady/tržby) sa premieta do nízkej obrátkovosti aktív charakterizovanej vzťahom "tržby/aktíva". Ak tento ukazovateľ dosahuje hodnotu menšiu ako 1, vyjadruje vlastnými zdrojmi neudržateľne dlhú dobu obratu aktív. Znamená to, že bilančná hodnota aktív sa v priebehu roka "neotočí" v tržbách, ktoré sú rozhodujúcim faktorom reálneho cash-flow. Reprodukcia týchto aktív je preto viac závislá na cudzích zdrojoch. Ak konštatujeme, že potreba cudzích zdrojov na 1,-Sk tržieb podnikovej sféry v priemere predstavuje hodnotu 59,9 haliera, hutnícke a strojárské podniky na tvorbu svojich výnosov viažu až 84,5 haliera cudzích zdrojov. Spomínaná obrátkovosť aktív v tržbách podnikovej sféry je 0,846 a analyzovaných odvetví dokonca iba 0,780. To znamená, že 1,-Sk aktíva sa vo forme tržieb vráti za 468 dní.

- Z vývoja vzťahu "Ú/Z" je zrejmé, že táto dlhá návratnosť aktív v tržbách, ktorá neumožňuje reprodukciu prevádzkového cyklu je stále viac "zachraňovaná" bankovými úvermi. Použitie pojmu "zachraňovaná" je zámerné. Pri investične náročných odvetviach, kam hutníctvo a strojárstvo patrí, je podiel bankových úverov na záväzkoch vo výške takmer 37% akceptovateľný. Dokonca akceptovateľná by bola aj jeho dynamika, ktorá za sledované obdobie predstavuje index rastu 125,2%. Podstatné je, či ide o zvýšenú úverovú angažovanosť s rozvojovým impulzom. Vývoj ukazovateľa "KÚ/KZ" však potvrdzuje, že rozhodujúcu časť zvýšenej úverovej angažovanosti odčerpá prírastok krátkodobých úverov zabezpečujúcich krytie prevádzkových nákladov. Ide o úvery, ktoré vo finančných tokoch hutníckych a strojárskych podnikov nahrádzajú tržby. V tejto súvislosti je znovu potrebné zdôrazniť, že nezanedbateľný vplyv zohrávajú medziodvetvové vzťahy, resp. miera časového súladu medziodvetvových materiálových a finančných tokov. Nie je však cieľom tejto analýzy skúmať vplyv postavenia jednotlivých odvetví v reťazci platobnej neschopnosti. Jednoznačné však je, že platobná neschopnosť odčerpáva disponibilné úverové zdroje, pričom intenzita ich odčerpávania vo forme prevádzkových úverov umožňuje posúdiť rentabilitu odvetvových aktív. Čím je rentabilita aktív v porovnaní s priemernou hodnotou nižšia, tým je prírastok

prevádzkových úverov v štruktúre finančnej závislosti vyšší (najmä v mikroekonomickom prostredí s minimálnym uplatnením nástrojov súvisiacich s konkurzom a vyrovnaním). Ak ukazovateľ "KÚ/KZ" rástol indexom 167,11% čo predstavuje o viac ako 33% rýchlejšiu rast v porovnaní s celkovou úverovou závislosťou, potvrdzuje nízku reálnu výkonnosť a produktivitu odvetvových aktív. V štruktúre platobnej neschopnosti hutníckych a strojárskych podnikov dominuje prvotná platobná neschopnosť.

- Intenzita rastu úverovej závislosti, ale najmä krátkodobej úverovej závislosti v porovnaní s podnikovou sférou patrí medzi najvyššie. Významným údajom, ktorý je výsledkom dlhodobej agregovanej stratovosti aktív hutníckych a strojárskych podnikov, je vývoj ukazovateľa "Ú/P", ktorý vyjadruje mieru viazanosti úverových zdrojov v pohľadávkach. V porovnaní s podnikovou sférou je výrazne nadpriemerná. Táto skutočnosť na prvý pohľad nemusí budiť pozornosť, mohla by vyjadrovať odvetvové špecifiká obrátkovosti pohľadávok. Veľmi rizikovým odvetvovým faktorom však je samotná hodnota tohto ukazovateľa. Hodnota 115,32 znamená, že ani po konverzii všetkých pohľadávok na tržby tieto nezabezpečia plné vykrytie bankových úverov. Nehovoriac o tom, že bankové úvery tvoria približne tretinu všetkých záväzkov. To znamená, že bilančná hodnota pohľadávok predstavuje iba 32% záväzkov ( u podnikovej sféry ako celku je to 40%). Z hľadiska ročného cash-flow je však podstatné, že na 1,-Sk pohľadávok je viazaných až 1,86 Sk bežných záväzkov. Ak konštatujeme, že súčasne 1,-Sk týchto pohľadávok financuje takmer 64 halierov krátkodobých úverov ( u podnikovej sféry je to 40 halierov), je zrejmé, že ekonomická pozícia neumožňuje v stanovenej lehote splatnosti plniť všetky bežné záväzky. Výrazným faktorom, ktorý ovplyvňuje návratnosť úverov tak nie je len vysoká finančná závislosť, ale aj dlžníkom stanovené priority v štruktúre veriteľov.

Z doteraz analyzovaných vzťahov je možné konštatovať niektoré všeobecné charakteristiky ekonomickej pozície hutníckych a strojárskych podnikov ako celku (je potrebné pripomenúť, že analyzovaná vzorka na financovanie svojich aktív využíva 99,2% bankových úverov umiestnených do týchto odvetví):

- Ide o odvetvia s vysokou investičnou náročnosťou. Z nej vyplýva vysoká prevádzková leverage (fixné náklady/tržby). Je pochopiteľné, že v cash-flow investične náročných odvetví dominujú odpisy ako stabilný a dlhodobý zdroj reprodukcie finančných tokov. **Rizikovým faktorom je preto nízka obrátkovosť aktív v tržbách.**

- Nízka kapitálová vybavenosť týchto odvetví je príčinou ich agregovanej bilančnej nerovnováhy ( vlastné zdroje sú menšie ako fixný majetok). Ak nejde o podnikateľské subjekty, ktoré sú v rozbehovej alebo rozvojovej fáze (kedy je nevybilancovanosť krátkodobo akceptovateľná), **je vysoká prevádzková leverage v spojení s vysokou finančnou leverage (cudzie zdroje/kapitál) ďalším rizikovým faktorom.**

- **Významným rizikovým faktorom je výsledná stratovosť aktív.** Znižuje vlastné zdroje, odčerpáva cash-flow, spôsobuje, že likvidita II. a ani III. stupňa neumožňuje kryť bežné záväzky.

Výsledkom týchto tendencií je, že pridaná hodnota v obežných aktívach reálne dosiahnutá v tržbách neumožňuje akumulovať zdroje potrebné na krytie prevádzkového cyklu a v rámci neho fixných nákladov. Preto v štruktúre fixných nákladov okrem nákladov súvisiacich s investíciami (odpisy a úroky z investičných úverov), rastie podiel úrokov z úverov na zabezpečenie bežnej prevádzky. Dokumentuje to tabuľka č.1d, z ktorej je zrejмый výrazne vyšší rast podielu prevádzkových úverov. Potvrďuje, že vysoká prevádzková a finančná leverage nie je výsledkom rozvojových impulzov. Pre úverových analytikov by preto zaujímavou informáciou bolo porovnanie miery splácania úrokov z prevádzkových úverov hutníckych a strojárskych podnikov s ostatnými odvetviami (autor analýzy nemá tieto údaje k dispozícii).

tab.č.1d

Ú/Ú (v %)	1993	1994	1995	1996	1997
hutníctvo a strojárstvo	28,2	34,0	41,0	44,4	42,35
podniková sféra	35,4	37,9	37,9	40,4	37,0

**KÚ**= krátkodobé úvery    **Ú**= úvery

V nasledujúcej časti sa preto budeme venovať vývoju rizikovej štruktúry úverov hutníckych a strojárskych podnikov, vývoju štruktúry ich pracovného kapitálu a vplyvu vytypovaných ekonomických ukazovateľov na úverové riziko.