



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**ANALÝZA ODVETVOVÝCH ÚVEROVÝCH RIZÍK**  
( Hutníctvo a strojárstvo – 2. časť – dokončenie)

**Ing. Dušan Preisinger**

Inštitút menových a finančných štúdií  
Bratislava 1999

## Analýza odvetvových úverových rizík hutníctvo a strojárstvo - dokončenie

Týmto príspevkom nadväzujeme na analýzu základných výkonnostných parametrov publikovanú 9. marca 1999, ktoré charakterizujú reálnu ekonomickú pozíciu strojárskych a hutníckych podnikov. Dlhá doba obratu aktív v tržbách je spôsobená ich stratovosťou. Všeobecná miera stratovosti aktív je tak vysoká, že sťahuje odvetvové cash-flow do záporných hodnôt. Toto konštatovanie je o to významnejšie, že ide o odvetvia investične náročné, to znamená, s vysokým podielom odpisov. Tieto teda výrazne zvyšujú podiel fixných nákladov. Ich reálne zhodnotenie a ekonomická udržateľnosť je preto závislá na rýchlej obrátkovosti pohľadávok a zásob. Tá je však podpriemerná a ovplyvňuje nepretržité predlžovanie doby obratu stále rastúcich záväzkov. Skutočnosť, že v štruktúre záväzkov sa zvyšuje podiel bankových úverov si vyžaduje určiť tie ukazovatele, ktoré v rozhodujúcej miere ovplyvňujú mieru úverového rizika.

Východiskom je vývoj pracovného kapitálu charakterizovaný ukazovateľmi v tabuľke č.1:

tab.č.1

ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996
Z/PK (v Sk)	1,99	1,90	2,59	<b>6,97</b>
P/PK (v Sk)	2,69	2,43	3,17	<b>8,26</b>
BZ/PK (v Sk)	3,97	3,62	5,20	<b>15,38</b>
K/BH (v %)	8,86	9,74	7,58	<b>2,83</b>

Z = zásoby    P = pohľadávky    BZ = bežné záväzky  
PK = pracovný kapitál    BH = bilančná hodnota

### Financovanie reprodukcie

Všetky ukazovatele konštruované na báze pracovného kapitálu vykazujú rizikovejšie hodnoty ako podniková sféra. Ak konštatujeme, že podiel pohľadávok a zásob v štruktúre pracovného kapitálu rastie, to znamená že sa zvyšuje likvidita II. a III. stupňa, v ekonomickom prostredí so štandardnými medzipodnikovými finančnými tokmi by táto tendencia vyjadrovala zvyšovanie potenciálu pre budúce reálne cash-flow. V našich podmienkach, a konkrétne pri reálnej výkonnosti hutníckych a strojárskych podnikov je však tento vývoj v konečnom dôsledku finančným rizikom. Argumentov pre toto tvrdenie je niekoľko:

- Vlastného kapitálu je trvalo menej ako fixného majetku. To znamená, že celá hodnota obežných aktív je financovaná cudzími zdrojmi. Ak je však likvidita III. stupňa menšia ako bežné cudzie zdroje, doba obratu záväzkov sa predlžuje. Navyše výsledná stratovosť obežných aktív v konečnom dôsledku znamená, že rast likvidity II. a III. stupňa je vlastne potenciálom pre rast bilančnej straty, ktorá je navyše financovaná cudzími zdrojmi.
- Ak by sa čitateľovi zdalo toto konštatovanie pritvrde a vyvolávalo by v ňom pochybnosti, je potrebné si pomôcť ukazovateľom udržateľného rastu. V zjednodušenej forme je vyjadrený vzťahom

$$\frac{Z}{A} \quad \text{kde } Z = \text{zisk} \quad A = \text{aktíva} \quad K = \text{vlastný kapitál}$$

Úroveň udržateľného rastu je vyjadrená tá hodnota prírastku aktív, ktorá je financovaná vlastnými zdrojmi. Rozhodujúcim vnútorným ekonomickým potenciálom akumulácie vlastného kapitálu, ktorý charakterizuje zdravie firmy, je zisk. Potvrďuje to štruktúra ukazovateľa, v ktorej dominuje rentabilita aktív. Jej pozícia v čitateli aj v menovateli má synergický účinok na zvyšovanie udržateľného rastu. Ak podnik, resp. odvetvie ako celok, zvyšuje dlhodobu hodnotu aktív nad rámec udržateľného rastu, ťarcha financovania tohto prírastku je koncentrovaná na cudzie zdroje. Vývoj udržateľného rastu dokumentuje tabuľka č.2:

tab.č.2

Ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996
<b>Ú</b> ( v %)	-4,409	-3,593	-4,100	-5,224
<b>DA</b> ( v %)	37,923	37,694	34,149	27,098
<b>R</b> ( koeficient)	-10,416	-8,702	-10,718	-16,161
<b>UPA</b> ( v mil. Sk)	X	X	X	X
<b>DA</b> ( v mil. Sk)	---	8.415	10.681	-1.511
<b>R celkom *</b>	-1,475	-0,069	0,313	-0,360

**ÚR** = udržateľný rast                      **UPA** = udržateľný prírastok aktív  
**DA** = skutočný prírastok aktív        \* udržateľný rast podnikovej sféry  
symbol x vyjadruje neschopnosť financovať prírastok aktív vlastnými zdrojmi

Hodnota udržateľného rastu dosiahnutá v bežnom roku určuje mieru samofinancovania prírastku aktív v nasledujúcom roku. Pri zápornej hodnote udržateľného rastu je každý prírastok bilančnej hodnoty vrátane prírastku obežných aktív financovaný cudzími zdrojmi. Krátkodobo je ekonomicky prípustné prekročiť udržateľný rast, nevyhnutnou podmienkou však je ziskovosť aktív, ktorá umožní nahradenie miery zisku masou zisku, čo platí najmä pre rozbehovú a investične rozvojovú fázu. Naopak, rast bilančnej hodnoty pri dlhodobej stratovosti aktív odčerpáva disponibilné zdroje veriteľov na krytie nerentabilných prevádzkových nákladov dlžníkov, medzi ktorých hutníctvo a strojárstvo ako celok (s dôrazom na výraz “ako celok”) patrí. Za sledované obdobie agregovaný prírastok aktív nad rámec udržateľného rastu predstavoval hodnotu 17.585 mil. Sk. Súčasne však za toto obdobie zaznamenaná odvetvová bilančná strata dosiahla hodnotu 28.134 mil. Sk. Bilančná nerovnováha sa tým prehĺbila o 45.719 mil. Sk. Výsledkom je, že financovanie 1-Sk aktív cudzími zdrojmi sa zvýšilo z hodnoty 62 halierov na úroveň takmer 73 halierov, čo predstavuje rast finančnej závislosti na úrovni

128,7%. Pre porovnanie, financovanie aktív podnikovej sféry sa zvýšilo z úrovne 48 halierov na 52 halierov, čo predstavuje index rastu 109,0%.

- Negatívny dopad dlhodobej stratovosti aktív sa logicky prejavil v poklese kapitálovej vybavenosti. Tým, že ide o dlhodobú stratovosť, aj keď je relatívne stabilizovaná, výrazne ovplyvňuje mieru poklesu vlastného kapitálu ( preto častokrát uplatnený optimizmus pri konštatovaní, že sa dosiahlo zníženie straty je ekonomicky neopodstatnený). Dôkazom je pokles kapitálovej vybavenosti o takmer 29%, čo v relatívnom prepočte znamená zníženie agregovanej kapitálovej sily o 18.231 mil. Sk. Všetky ukazovatele konštruované na báze vlastného kapitálu zaznamenali najvyššie zhoršenie. Pri súčasnej, ekonomicky neudržateľnej cene cudzích zdrojov je orientácia na zmiernenie bilančnej nerovnováhy kapitálovými vstupmi nevyhnutnou podmienkou aspoň čiastočného zhodnotenia súčasného fixného majetku formou poklesu prevádzkovej leverage ovplyvnenom poklesom podielu úrokov v štruktúre fixných nákladov.

#### **Stratovosť dlhodobých cudzích zdrojov**

Spomínaný nedostatok vlastného kapitálu bol totiž v rozhodujúcej miere nahrádzaný bankovými úvermi. Prírastok celkovej finančnej závislosti analyzovanej vzorky hutníckych a strojárskych podnikov vo výške 29.146 mil. Sk predstavuje index rastu 131,13%. Prírastok úverov vo výške 17.739 mil. Sk teda predstavuje 60,86% zvýšenia finančnej závislosti, čo znamená index rastu úverovej angažovanosti 164,17%. Nejde však o finančnú závislosť, resp. úverovú angažovanosť, ktorá zabezpečí zvýšenie pracovného kapitálu, čo potvrdzujú nasledujúce údaje v tabuľkách č. 3a , 3b a 3c ktoré vzájomne súvisia:

tab.č.3a ( štruktúra dlhodobých zdrojov v %)

k/ukazovateľ	Hutníctvo a strojárstvo		Podniková sféra	
	VK	DZ	VK	DZ
<b>1993</b>	58,50	41,50	74,82	25,18
<b>1994</b>	58,20	41,80	76,17	23,83
<b>1995</b>	56,37	43,63	72,37	27,63
<b>1996</b>	47,96	52,04	70,73	29,27

**VK** = vlastný kapitál      **DZ** = dlhodobé záväzky

V štruktúre dlhodobých zdrojov hutníckych a strojárskych podnikov pokles podielu vlastného kapitálu o viac ako 18% predstavuje jeho nahradenie cudzími zdrojmi v relatívnom prepočte o 10.033 mil. Sk. V porovnaní s podnikovou sférou je zvýšenie finančného krytia pracovného kapitálu dlhodobými cudzími zdrojmi viac ako trojnásobné. Cena cudzích zdrojov pri vykazovanej úrovni rentability však neumožňuje dosiahnuť pákový efekt ako vnútorný ekonomický potenciál budúcej tvorby masy zisku. Reálne poruchy v odvetvových finančných tokoch potvrdzuje vývoj prírastku úverov podľa časovej štruktúry, ktorý vyjadruje tabuľka č. 3b:

Tab.č.3b ( index rastu 1997/1993 v %)

hutníctvo a strojárstvo			Podniková sféra		
KÚ	SÚ	DÚ	KÚ	SÚ	DÚ
32,95	54,37	17,81	33,00	41,98	15,04

KÚ, SÚ, DÚ = krátkodobé, strednodobé, dlhodobé úvery

Kým v roku 1993 úvery na krytie prevádzkových potrieb predstavovali 28,19% úverovej zaťažnosti hutníckych a strojárskych podnikov ( v podnikovej sfére to bolo 35,39%), ku koncu roka 1997 sa táto hodnota postupne zvýšila na 42,35% ( za podnikovú sféru na 37,04%). Naopak, dlhodobé úvery na investície klesli za uvedené obdobie 1993-1997 z 58,68% na podiel 44,58% (podniková sféra ako celok zaznamenala výrazne nižší pokles zo 43,53% na 39,41%). Tento vývoj potvrdzuje skôr uvedené konštatovanie. Pracovný kapitál hutníckych a strojárskych podnikov je výrazne podpriemerný a nepretržite klesá. A to napriek tomu, že ho bilančne zvyšuje nadpriemerný podiel dlhodobých cudzích zdrojov. Intenzitu poklesu vlastného kapitálu spôsobenú dlhodobou stratovosťou však nie sú schopné kompenzovať. Súčasne sa znižuje ich podiel na celkovej finančnej závislosti. Stále viac sa zabezpečuje financovanie agregovanej straty revolvingovými úvermi. Financovanie straty touto formou je však ekonomicky neudržateľné.

Toto konštatovanie je možné obhájiť intenzitou zhoršovania základných parametrov výkonnosti a bilančnej nerovnováhy. Za sledované obdobie sa znížila výška pracovného kapitálu vo vzťahu k bilančnej hodnote o 68%. V poslednom roku zaznamenané zhoršenie predstavuje viac ako 90% celkového zhoršenia. Podiel bežných záväzkov, ktoré odčerpávajú

pracovný kapitál sa zvýšil v jeho štruktúre takmer štvornásobne, na zvýšení sa posledný rok

podieľal viac ako 76%. Podiel pohľadávok, ktoré by mali byť reálnym zdrojom pracovného kapitálu sa zvýšil o 307% (v poslednom roku o 261%) a zásob o 350% (v poslednom roku o 269%). Nakoľko však ide o stratové obežné aktíva, výsledkom je, že tieto investične náročné odvetvia nie sú schopné zabezpečiť tržbami nielen krytie fixných, ale ani variabilných nákladov. Potvrďuje to tabuľka č.3c, ktorá obsahuje vývoj rizikovej štruktúry úverov v časovom členení:

tab. č.3c ( index rastu 1997/1993 v % )

Druh úveru	hutníctvo a strojárstvo			podniková sféra		
	KÚ	SÚ	DÚ	KÚ	SÚ	DÚ
štandardné	167,33	91,67	10,92	100,37	99,10	48,07
s výhradou	259,48	00,00	311,86	694,52	398,20	293,44
neštandardné	191,62	14,36	358,47	32,97	31,21	51,80
pochybné	45,73	49,69	636,56	42,79	48,12	135,46
stratové	519,23	21,57	7508,51	698,74	857,92	771,26
<b>celkom</b>	<b>232,95</b>	<b>54,37</b>	<b>117,81</b>	<b>133,00</b>	<b>141,98</b>	<b>115,04</b>

### Rastie závislosť na revolvingových úveroch

Napriek tomu, že na základe doteraz uvedeného si čitateľ dokáže z údajov uvedených v tabuľke doplniť obraz o vývoji odvetvového úverového rizika v porovnaní s vývojom všeobecnej rizikovej miery, je snád' vhodné zdôrazniť niektoré skutočnosti.

- Index rastu štandardných krátkodobých úverov v portfóliu hutníckych a strojárskych podnikov nie je výsledkom poklesu ich reálneho úverového rizika, naopak v rozhodujúcej miere ho ovplyvňuje zvýšená intenzita poskytovania revolvingových úverov, ktoré do stratových "nestihnú spadnúť". Potvrďuje to vývoj nasledovných ukazovateľov. V roku 1996 sa zvýšila krátkodobá úverová angažovanosť o 2.557 mil.Sk, čo predstavuje medziročný index rastu (1996/1995) 114,4% a výsledkom bol medziročný pokles stratových úverov na úrovni 86,59%, V roku 1997 došlo k poklesu úverovej angažovanosti pri indexe poklesu 98,31%.Výsledkom bol medziročný nárast stratových úverov 1997/1996 indexom 118,78%. Ak sme teda v predchádzajúcich častiach konštatovali, že zmeny všeobecnej miery úverového rizika podnikateľskej sféry nie sú vernou informáciou o zdraví jej finančných tokov, ale sú viac výsledkom jej refinancovania úvermi, pre hutnícke a strojárské podniky to platí bez akýchkoľvek pochybností.
- Nezvyčajne vysoké hodnoty prírastku štandardných úverov s výhradou za celé obdobie sú koncentrované do medziročnej zmeny 1995/1994. V tomto roku bola prvýkrát uplatnená

doteraz platná kategorizácia pohľadávok. Podľa nej do kategórie štandardných úverov s výhradou patria aj úvery, ktoré bez ohľadu na reálnu rizikovosť návratnosti sú zabezpečené štátnymi garanciami. Je zrejmé, že významný podiel takto zabezpečených úverov bol a je alokovaný do odvetví hutníctva a strojárstva. Výsledkom sú až neuveriteľné indexy spomínaného medziročného prírastku, ktorý u krátkodobých úverov dosiahol hodnotu 6.169,5% u strednodobých 9.220,0% a u dlhodobých až 42.457,7%. V ďalšom období už podiel štandardných úverov s výhradou klesal pri súčasnom raste pochybných a stratových.

- Z tabuľky je zrejmé, že najrýchlejší rast zaznamenávajú stratové úvery. Kým v roku 1993 sa na 1,-Sk tržieb hutníckych a strojárskych podnikov vykazovalo 2,8 haliera nesplácaných úverov, v roku 1997 to už bolo 11,77%. Z iného pohľadu to znamená, že kým v roku 1993 bolo v 1,-Sk aktív umätvených 1,86 haliera úverových zdrojov, v roku 1997 sa miera nereprodukovaných úverových tokov zvýšila na hodnotu 9,19 halierov.

- Index rastu dlhodobých stratových úverov je najvyšší v podnikovej sfére ako celku, a ešte výraznejšia je jeho agregovaná hodnota za hutníctvo a strojárstvo, čo pri všeobecnom nedostatku dlhodobých zdrojov predstavuje systémové riziko prenášané do reálnej likvidity bánk. Ak sme teda konštatovali (tab.3a), že podiel dlhodobých záväzkov v štruktúre dlhodobých zdrojov je v porovnaní s podnikovým priemerom takmer 1,8 násobne vyšší a index rastu dlhodobých úverov (tab.3b) je tiež vyšší, nie je to výsledkom ich kontinuálnej reprodukcie a ekonomicky udržateľného prírastku, ale ich výrazne nižšou obrátkovosťou. Zjednodušene povedané, “visia” v bilancii podniku ako umätvená položka. Počas sledovaného obdobia v priemere na 1,-Sk dlhodobých zdrojov pripadalo 17-18 halierov stratových dlhodobých úverov. Ich väzba na štruktúru cash-flow, postavenie odpisov v štruktúre prevádzkovej leverage, neudržateľnú mieru umätvených zdrojov v nespeňažiteľných odpisoch, obrátkovosť a dlhodobú návratnosť aktív už bola vysvetlená, preto súčasná stratovosť najmä dlhodobých úverov nemôže prekvapiť.

Nedostatok reálneho pracovného kapitálu navyše negatívne ovplyvňuje relatívne vysoký podiel dlhodobých pohľadávok, ktoré znižujú disponibilný pracovný kapitál v priebehu roka. Potvrzuje to tabuľka č.4:

tab.č.4 (v %)

ozovateľ/rok	93	94	95	96
<b>DP/PK</b>	28,66	28,75	31,51	<b>49,16</b>
<b>PK1/PK</b>	71,34	71,25	68,49	<b>50,84</b>

**DP** = dlhodobé pohľadávky

**PK** = pracovný kapitál

**PK1** = pracovný kapitál znížený o dlhodobé pohľadávky

Kým podiel dlhodobých pohľadávok v štruktúre pracovného kapitálu v porovnaní s podnikovým priemerom bol v roku 1993 nižší o 42,1% v roku 1996 už bol vyšší o 29,3%. Výsledkom je, že reálne disponibilný pracovný kapitál zabezpečujúci financovanie prevádzkového cyklu, predstavuje iba necelých 51% bilančného pracovného kapitálu (podnikový priemer je 62%). Jeho index rastu za sledované obdobie je na úrovni 18,12% ( ide teda o výrazný pokles), kým v podnikovom priemere bol zaznamenaný index rastu 122,71% ( pritom je potrebné zdôrazniť skutočnosť, že hodnota 122,71% je výsledkom intenzívneho poklesu dlhodobých pohľadávok a nie rastu pracovného kapitálu, nevyjadruje teda zlepšenie výkonnostných parametrov - dlhodobé pohľadávky klesli o 46% a pracovný kapitál, ktorý by sa mal naopak zvyšovať, klesol o 29% ). V porovnaní s týmito všeobecne negatívnymi tendenciami sú teda poruchy finančných tokov hutníckych a strojárskych podnikov intenzívnejšie.

### Výrazný pokles parametrov výkonnosti

Všetky doteraz uvedené hodnoty ( v texte, ale najmä v tabuľkách) dokumentujú, že vo všetkých ukazovateľoch ekonomickej pozície týchto podnikov došlo k najvýraznejšiemu zhoršeniu v poslednom roku analyzovaného obdobia (t.j. 1996) s následným najvyšším zhoršením úverového portfólia v poslednom roku (t.j. 1997). Toto konštatovanie je preto vhodné doplniť o vývoj ukazovateľov uplatnených v diskriminačnej analýze ( jej konštrukcia, charakteristika ukazovateľov a vývoj za podnikovú sféru ako celok boli analyzované v príspevku dňa 26. januára 1999), ktorý vyjadruje tabuľka č.5:

tab.č.5

ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996
X1	0050	0211	0038	0225
X2	5109	5050	5186	3717
X3	0441	0359	0410	0522
X4	0663	0468	0459	0669
X5	2645	2417	2197	2525
X6	5649	7673	3940	7805
Y	5547	3714	7367	3604

- Ukazovatele X3 a X4, ktoré sú tvorené na báze zisku a sú im v štruktúre diskriminačnej analýzy priradené najvyššie koeficienty, majú niekoľkonásobne nižšiu hodnotu v porovnaní s



podnikovým priemerom ( v poslednom záporná hodnota ukazovateľa X3 predstavovala takmer 31-násobok a hodnota ukazovateľa X4 viac ako 33-násobok). Výsledkom rastu miery straty v poslednom roku je záporná hodnota ukazovateľa X1 pri všeobecne kladnej.

- Na 1,-Sk záväzkov pripadá v porovnaní s podnikovou sférou o takmer 28% menej aktív. Kým podniková sféra na 1,-Sk záväzkov vykazuje 1,91 Sk aktív, hutníctvo a strojárstvo vykazuje iba 1,37 Sk. Ak teda záväzky nefinancujú aktíva, je zrejmé, že financujú stratu. Pritom intenzita jej krytia sa tiež akumulovala do posledného roku. Za celé obdobie sa miera krytia straty zvýšila o 17,4% z čoho posledný rok predstavuje 10,71%.
- Negatívny vývoj zaznamenal aj ukazovateľ X5. Za podnikovú sféru v sledovanom období klesla viazanosť tržieb v zásobách o 34%, v hutníckych a strojárskych podnikoch je v podstate stabilizovaná a dosahuje oproti priemeru 1,8 násobok. Ich nepretržité vyššie financovanie cudzími zdrojmi a v rámci nich úvermi potvrdzuje, že rast likvidity III. stupňa nie je reálnym zdrojom budúceho rastu cash-flow.
- Výsledkom všetkých týchto vzťahov je pokles hodnoty diskriminačnej funkcie (Y). Dosahuje hodnotu v porovnaní s podnikovou sférou takmer päťnásobne nižšiu a v poslednom roku sa znížila o 51%.

Táto analýza pochopiteľne nezachytáva všetky vzťahy, ktoré umožňujú komplexnú charakteristiku všeobecnej ekonomickej pozície hutníckych a strojárskych podnikov. Pokúsili sme sa však vytypovať tie, ktoré v rozhodujúcej miere určujú budúcu schopnosť plniť svoje záväzky vrátane úverových. Nepovažujeme za potrebné tieto ukazovatele rekapitulovať. Stačí konštatovanie, že rozhodujúca časť ich hodnôt je výrazne podpriemerná. Táto vzorka však podniká s približne 11% podnikových aktív, viaže vo svojich finančných tokoch 15% záväzkov a využíva takmer 16% úverových zdrojov. Súčasne produkuje 10% tržieb. Ide teda o takú masu finančných tokov, ktorú nie je možné “úverovo ignorovať “ avšak špecifikácia ekonomicky neudržateľných “slabých miest” umožní oprávnenosť konkurzu ešte v období nevyčerpanej majetkovej podstaty dlžníka. Z vývoja ukazovateľov je totiž zrejmé, že dlhodobá stratovosť a pokles výkonnosti aj pri ich relatívne stabilnom vývoji spôsobuje oveľa dynamickejší pokles reálnej likvidity ( pokles v poslednom, v tomto prípade štvrtom roku sledovaného obdobia bol v mnohých ukazovateľoch vyšší ako za predchádzajúce tri roky spolu). Rozhodujúcou príčinou je dlhodobá bilančná nerovnováha, ktorá je výsledkom nadpriemernej podkapitalizovanosti hutníckych a strojárskych podnikov. Finančná stabilizácia je preto nielen viazaná na hodnotu kapitálových vstupov, ale aj na ich rýchlosť.