



evropský  
sociální  
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,  
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání  
pro konkurenceschopnost



Slezská univerzita v Opavě

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

**Slezská univerzita v Opavě**  
**Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné**

---

# FINAČNÍ ANALÝZA

**Petra Růčková**

**Karviná 2014**

Projekt OP VK č. CZ.1.07/2.2.00/28.0017  
„Inovace studijních programů na Slezské univerzitě,  
Obchodně podnikatelské fakultě v Karviné“

**Obor:** Ekonomie.

**Anotace:** Text je inovovanou studijní oporou původních skript Finanční analýza. Zabývá se metodami finanční analýzy, které jsou používány nejen v praxi českých ekonomických podmínek. Pozornost je také zaměřena na informační zdroje, které jsou využívány pro zpracování klasické finanční analýzy. Důraz je kladen na veřejně dostupné zdroje, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích. Na fiktivní společnosti je také ukázána praktická aplikace metod finanční analýzy – metody absolutních ukazatelů, poměrová analýza a souhrnné indexy hodnocení. Za každou teoretickou kapitolou s popisem vybrané metody následuje kapitola s praktickou aplikací.

**Klíčová slova:** Informační zdroje, finanční výkazy, poměrová analýza, souhrnné indexy hodnocení, ekonomická přidaná hodnota

**Autor:** **Ing. Petra Ručková, Ph.D.**

**Recenzenti:** doc. Ing. Jana Janoušková, Ph.D., Ing. Lukáš Roubíček, Ph.D.

**ISBN** 978-80-7510-024-5

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>5</b>
<b>1 ÚVOD DO FINANČNÍ ANALÝZY</b> .....	<b>7</b>
1.1 PŮVOD FINANČNÍCH ANALÝZ.....	8
1.2 UŽIVATELE FINANČNÍ ANALÝZY.....	8
1.3 ZÁKLADNÍ ASPEKTY ČLENĚNÍ FINANČNÍ ANALÝZY.....	10
<b>2 ÚČETNÍ VÝKAZY JAKO INFORMAČNÍ ZDROJE FINANČNÍ ANALÝZY....</b>	<b>16</b>
2.1 ROZVAHA.....	18
2.1.1 MAJETKOVÁ STRUKTURA - AKTIVA.....	18
2.1.2 FINANČNÍ STRUKTURA – PASÍVA.....	21
2.1.3 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA.....	22
2.1.4 PROBLÉMY PŘI ANALÝZE ROZVAHY.....	25
2.2 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY.....	25
2.3 PŘEHLED O PENĚŽNÍCH TOCÍCH.....	28
2.4 VYPOVÍDACÍ SCHOPNOST A VZÁJEMNÁ PROVÁZANOST ÚČETNÍCH VÝKAZŮ.....	31
<b>3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA METOD FINANČNÍ ANALÝZY.....</b>	<b>34</b>
3.1 ELEMENTÁRNÍ METODY.....	35
3.2 VYŠŠÍ METODY FINANČNÍ ANALÝZY.....	39
<b>4 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ.....</b>	<b>41</b>
4.1 ZADÁNÍ PŘÍKLADU A POSTUP PŘI APLIKACI.....	41
4.1.1 ZADÁNÍ MODELOVÉHO PŘÍKLADU.....	41
4.1.2 POSTUP PŘI PRAKTICKÉ APLIKACI FINANČNÍ ANALÝZY ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ.....	41
4.2 HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA.....	42
4.3 VERTIKÁLNÍ ANALÝZA.....	49
<b>5 POMĚROVÁ ANALÝZA.....</b>	<b>53</b>
5.1 UKAZATELE LIKVIDITY.....	54
5.2 UKAZATELE RENTABILITY.....	56
5.3 UKAZATELE ZADLUŽENOSTI.....	60
5.4 UKAZATELE AKTIVITY.....	62
5.5 UKAZATELE TRŽNÍ HODNOTY.....	63
5.6 UKAZATELE CASH FLOW.....	64
5.7 VYPOVÍDACÍ SCHOPNOST POMĚROVÉ ANALÝZY.....	67
5.8 MODERNÍ METODY.....	67
5.9 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA.....	69
<b>6 PRAKTICKÁ APLIKACE POMĚROVÉ ANALÝZY.....</b>	<b>72</b>
6.1 ANALÝZA LIKVIDITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.....	72
6.2 ANALÝZA RENTABILITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.....	73
6.3 ANALÝZA ZADLUŽENOSTI SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.....	75
6.4 ANALÝZA AKTIVITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.....	76
<b>7 SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ.....</b>	<b>79</b>
7.1 PYRAMIDOVÉ ROZKLADY.....	80
7.2 SOUSTAVY ÚČELOVĚ VYBRANÝCH UKAZATELŮ.....	81
7.2.1 BANKROTNÍ MODEL.....	82
7.2.2 BONITNÍ MODEL.....	85

<b>8</b>	<b>PRAKTICKÁ APLIKACE SOUHRNNÝCH INDEXŮ HODNOCENÍ.....</b>	<b>91</b>
8.1	BANKROTNÍ MODELY .....	92
8.2	BONITNÍ MODELY .....	94
<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>.....</b>	<b>96</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>.....</b>	<b>98</b>
<b>SEZNAM ZKRATEK POUŽITÝCH V TEXTU .....</b>	<b>.....</b>	<b>99</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 1 ROZVAHA, STRANA AKTIV .....</b>	<b>.....</b>	<b>100</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 2 ROZVAHA, STRANA PASÍV .....</b>	<b>.....</b>	<b>101</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 3 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY .....</b>	<b>.....</b>	<b>102</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 4 VÝKAZ CASH FLOW.....</b>	<b>.....</b>	<b>103</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 5 POMĚROVÁ ANALÝZA.....</b>	<b>.....</b>	<b>104</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 6 BILANČNÍ ANALÝZA I. A II.....</b>	<b>.....</b>	<b>105</b>
<b>PŘÍLOHA Č. 7 SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ.....</b>	<b>.....</b>	<b>106</b>

# ÚVOD

Inovovaná skripta Finanční analýzy jsou určena pro studenty kombinované a elearningové formy studia a jsou rozčleněna do osmi kapitol, které mají studenta seznámit s podstatou finanční analýzy. Pět kapitol je teoretických, v rámci kterých si student osvojí pojmy z finanční analýzy, tři jsou věnovány praktické aplikaci. Na konci každé kapitoly jsou kontrolní otázky, které by měly studenta navést k nejdůležitějším částem v rámci kapitoly. Student si má při studiu skript uvědomit, že v současné době je finanční analýza nedílnou součástí efektivního finančního řízení podniků a jen správné zvládnutí této problematiky zaručuje správná rozhodnutí z hlediska dalšího fungování společnosti. Finanční analýza je zajímavá v tom, že umožňuje vlastní úsudek ke každé situaci, která ve firemním hospodaření nastane. Každý názor tedy může být správný, nicméně musí být vhodně podložen argumenty. Z tohoto důvodu je však potřeba, aby jednotlivé vztahy byly správně pochopeny.

První kapitola je úvodem do problematiky finanční analýzy a klade si za cíl seznámit čtenáře se základními pojmy a členěními finanční analýzy. Rovněž je zaměřena na objasnění cílových skupin finanční analýzy a také jejího historického vývoje. Objasňuje základní pojmy, se kterými se bude student setkávat při studiu problematiky finanční analýzy

Druhá kapitola se týká základních účetních výkazů, které představují hlavní informační zdroj pro finančního analytika. Je důležité si uvědomit, že cílem není naučit se základní účetní výkazy sestavovat, ale pracovat s již hotovými výkazy a chápat vzájemné souvislosti jednotlivých položek. V rámci této kapitoly je vysvětlena rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků. Rozvaha je stěžejním účetním dokumentem a tvoří vlastně základní osu pro ostatní účetní výkazy. Výkaz zisku a ztráty informuje o hospodaření podniku a výkaz o peněžních tocích sleduje pohyb finančních prostředků v rámci firmy. Zároveň je pozornost věnována úskalím, která pro finančního analytika vyplývají z nesprávného použití výkazů. Závěr této kapitoly se věnuje také vztahu všech tří výkazů a důraz je kladen zejména na spojitost mezi výkazem zisku a ztráty a rozvahou.

Třetí kapitola je zaměřena na teoretická východiska metod finanční analýzy, přičemž největší prostor je věnován finančním ukazatelům, které se využívají u metod elementární finanční analýzy. Finanční ukazatele jsou obvykle vymezovány jako formalizované zobrazení hospodářských procesů. Finančním ukazatelem budeme také rozumět číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Finanční analýza pracuje s ukazateli, kterými jsou buď položky účetních výkazů a údaje z dalších zdrojů, nebo čísla, která jsou z nich odvozená. Je nutné si ještě uvědomit, že u finančních analýz sehrává nejdůležitější roli časové hledisko. Elementární analýza je základem pro finanční analýzu jako takovou a na ni navazují metody vyšší. Tato kapitola umožní zorientovat se v poměrně široké škále metod finanční analýzy. Jedna ze subkapitol se věnuje v základních rysech také problematice ekonomické přidané hodnoty. Tato problematika není zmiňována příliš podrobně a odkazuje na možnou literaturu ke studiu.

Čtvrtá kapitola je věnována první praktické aplikaci zjištěných poznatků z předchozích kapitol. Je v ní zmíněn modelový příklad, který bude procházet celým tímto studijním materiálem, přičemž výsledkem by měla být komplexní analýza modelové firmy Papam, s.r.o. Analýza absolutních ukazatelů je provedena za pomoci běžně dostupného softwaru tak, aby umožnila zpracovat analýzu každému, kdo má přístup k běžně vybavenému počítači, a aby umožnila každému snadné použití. V kapitole je provedeno grafické zpracování analýzy absolutních ukazatelů a je rovněž provedena slovní interpretace vypočítaných výsledků, neboť číselný údaj sám o sobě má jen minimální vypovídací schopnost.

Pátá kapitola obsahuje stěžejní část elementární finanční analýzy – analýzu poměrovou. Student se v ní seznámí se základními skupinami poměrových ukazatelů, které jsou využívány

v teorii a praxi. V rámci této kapitoly jsou uvedeny stěžejní ukazatele, které patří k nejběžněji používaným, nebo ty, které pomohou lépe posoudit analyzovanou firmu. Je vysvětlena také vzájemná souvislost mezi skupinami ukazatelů, což má čtenáře upozornit na skutečnost, že jednotlivé skupiny ukazatelů jsou velmi silně provázány a je potřeba s nimi tak i pracovat.

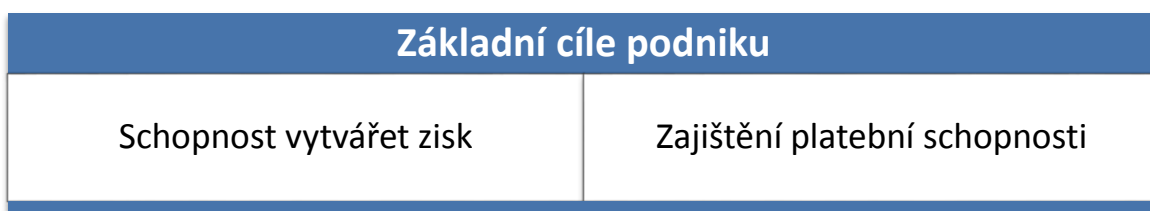
Šestá kapitola je druhou kapitolou s praktickou aplikací. Navazuje na kapitolu čtvrtou, neboť vychází z jejích závěrů a analyzuje hlouběji nejen problémové, ale také efektivní části konkrétní (byť fiktivní) firmy. Všechny ukazatele, ke kterým existují přístupné informace, budou opět jak graficky analyzovány, tak i slovně interpretovány.

Sedmá kapitola je poslední teoretickou částí, ve které jsou zahrnuty v kapitole Souhrnné indexy hodnocení finančního zdraví firmy. Ty jsou logickým vyústěním poměrové analýzy, neboť pomohou obvykle předem definovanou skupinou poměrových ukazatelů rychle, nebo poměrně rychle posoudit finanční zdraví firmy. Jsou zde prezentovány jak modely bonitní, tak modely bankrotní, a pozornost je věnována také modelům, které jsou konstruovány přímo na podmínky České republiky. Poslední kapitola je věnována praktické aplikaci tohoto tématu.

# 1 ÚVOD DO FINANČNÍ ANALÝZY

Finanční analýza má v zemích s rozvinutou tržní ekonomikou dlouhodobou tradici a je neoddělitelným prvkem podnikového řízení. Také v České republice se v posledních letech stala oblíbeným nástrojem při hodnocení reálné ekonomické situace firmy. Finanční výsledky se stávají základním kritériem ekonomických rozhodnutí a podnikové finance získávají nové postavení – dostávají se do centra pozornosti všech podnikatelů. Jsou velmi významné nejen pro strategické řízení firmy, v oblasti finančního managementu, ale například i při hodnocení a výběru partnerů v obchodní oblasti.

Schéma č. 1. Základní cíle podniku



Zdroj: vlastní zpracování

K základním cílům finančního řízení podniku je možno zařadit především dosahování finanční stability, kterou je možno hodnotit pomocí dvou základních kritérií:

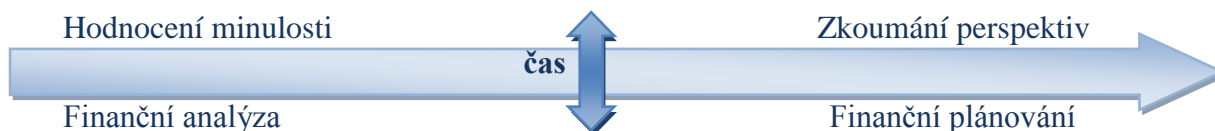
- schopnost vytvářet zisk, což prezentuje především schopnost zajišťovat přírůstek majetku a zhodnocovat vložený kapitál;
- zajištění platební schopnosti podniku, tedy zajištění dostatku finančních prostředků na pokrytí závazků vyplývajících z podnikatelské činnosti.

## DEFINICE 1

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, které jsou obsaženy především v účetních výkazech, jejich položek, agregovaných dat a rozbor vztahů a vývojových tendencí.

Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek.

Schéma č. 2. Časová perspektiva finanční analýzy



Zdroj: vlastní zpracování

Ze schématu č. 2 je patrné, že pracujeme-li s daty ex-post, hodnotíme firemní minulost a máme podklady pro zpracování finanční analýzy. Výsledky finanční analýzy jsou pak zpravidla výchozími (vstupními) údaji pro finanční plánování. Finanční plánování pracuje s daty ex-ante a zkoumáme finanční perspektivy konkrétní společnosti.

Objektivně se při zpracovávání finanční analýzy jedná o identifikaci slabin ve firemním finančním zdraví, které by mohly v budoucnu vést k problémům, a silných stránek souvisejících s možným budoucím zhodnocením majetku firmy. Například vnitřní finanční analýzy ukazují zaměstnancům, kam směřovat hodnocení firemní likvidity nebo možnosti zaměření výroby. Jiným příkladem může být to, že finanční analýzy mohou přicházet zvenčí firmy a mohou podmiňovat úvěrový nebo investiční potenciál firmy. Bez ohledu na původ analýz, jsou jejich nástroje vždy nebo téměř vždy stejné.

## 1.1 PŮVOD FINANČNÍCH ANALÝZ

Původ finanční analýzy je pravděpodobně stejně starý, jako je vznik peněz. Vlastní finanční analýzy jsou podle dostupných pramenů Spojené státy americké, nicméně ve svých počátcích se jednalo pouze o teoretické práce, které s praktickou analýzou neměly nic společného. Prakticky jsou analýzy využívány už po několik desetiletí. Finanční analýzy se přirozeně vyvíjely podle doby, ve které měly fungovat. Struktura těchto analýz se podstatným způsobem změnila v době, kdy se do značné míry začaly využívat počítače, neboť v tom smyslu se změnily i matematické principy a důvody, které vedly k jejich sestavování.

Finanční analýzy se zpočátku vyznačovaly především tím, že znázorňovaly absolutní změny v účetních výsledcích. Později se však ukázalo, že rozvaha a výsledovka jsou zdrojem kvalitních informací pro zjišťování úvěrové schopnosti podniků. Šlo především o zájem o likviditu a schopnost přežít. Lze tedy říci, že Spojené státy americké jsou také kolébkou zpracování odvětvových přehledů, které jsou vytvářeny na základě rozvah a výsledovek jednotlivých společností.

V Čechách lze za počátek finančních analýz označit počátek minulého století, kdy se poprvé v literatuře objevuje pojem „analýza bilanční“ ve spise „Bilance akciových společností“, který sepsal prof. dr. Pazourek. Jak už z názvu vyplývá, období před druhou světovou válkou je tedy ve znamení bilančních analýz. Po druhé světové válce se pak začíná objevovat pojem finanční analýza pro rozbor finanční situace podniku, odvětví nebo státu, i když v našich podmínkách se tohoto pojmu začíná hojně používat po roce 1989. Samozřejmě že se zde projevil vliv americké a britské terminologie. V Německu se pro finanční analýzu používá i nadále pojem bilanční analýza, resp. bilanční kritika - zahrnuje hodnocení všech dokumentů, tj. rozvahy, výsledovky, příloh a výroční zprávy.

## 1.2 UŽIVATELÉ FINANČNÍCH ANALÝZ

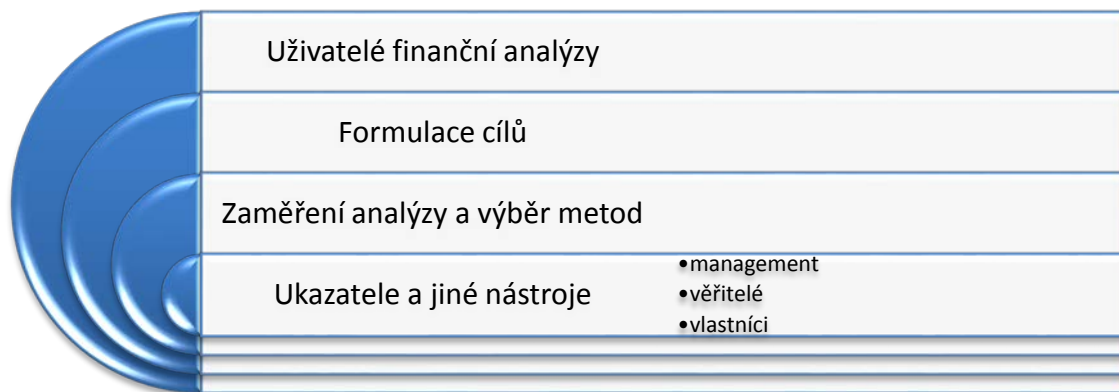
Finanční ukazatele jsou základní nástroje finanční analýzy, neboť přinášejí odpovědi na různé otázky související s finančním zdravím firmy. Zpravidla však musí jít o zcela cílenou analýzu a hledání odpovědi na konkrétní otázky. Z toho pohledu například úvěrový pracovník komerční banky vzhledem k poskytnutí šestiměsíčního úvěru může chtít znát míru solventnosti či míru likvidity firmy, potenciální investoři do vašich akcií mohou chtít znát ziskovost firmy a analytik firmy by se měl zajímat o přiměřenost nároků potenciálních dlužníků nebo jaké množství finančních prostředků je nutné mít či získat pro firemní expanzi. Odpovědi na tyto otázky a otázky další mohou být ukryty právě v používání různých finančních ukazatelů. S využíváním různých finančních ukazatelů souvisí i otázka, pro koho je finanční analýza důležitá.

Finanční analýzu si lze představit jako rozbor jakékoliv činnosti, v souvislosti s níž je možno uvažovat o čase a penězích. Finanční analýzu provádíme běžně na té nejjednodušší úrovni v rodině, my však budeme uvažovat složitější variantu na úrovni podniku. V rámci těchto analýz je finanční analýza důležitá pro management, akcionáře (resp. vlastníky), věřitele a další externí uživatele. To, jakým způsobem se ubírá úvaha o provedení analýzy



a co nejpodstatnějšího očekávají jednotlivé ekonomické subjekty, je uvedeno v následujícím schématu.

**Schéma č. 3. Proces finanční analýzy v návaznosti na jednotlivé kategorie uživatelů**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Obecně je možno na základě tohoto schématu shrnout tyto úvahy. Management tedy sleduje primárně platební schopnost podniku, z hlediska provozní analýzy je zkoumána zejména struktura zdrojů a finanční nezávislost podniku, ale je také patrné, že velmi důležitou položkou finanční analýzy je ziskovost. Kromě těchto parametrů je pro management důležité také sledování likvidity, což je ukazatel, které umožní rozhodování o realizaci dodatečného úvěru, resp. zatížení jinými finančními výdaji.

Vlastníci (nebo také investoři) si finanční analýzou ověřují, zda prostředky, které investovali, jsou náležitě zhodnocovány a řádně využívány. Z hlediska toho úhlu pohledu je pak základním cílem maximalizace tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti, zajímá je vývoj tržních ukazatelů, ukazatelů ziskovosti a vztah peněžních toků k dlouhodobým závazkům. Je důležité si uvědomit, že vlastník, resp. potenciální investor, je zainteresován zejména na výnosech.

Z hlediska věřitelského můžeme na analýzu nahlížet dvojím způsobem. Z hlediska bank jako věřitelů je důležité sledování dlouhodobé likvidity a hodnocení ziskovosti v dlouhém časovém horizontu. Důležitá je rovněž schopnost tvorby finančních prostředků a stabilita jejich toků. Z hlediska krátkodobých věřitelů uvažujeme o možnosti ověřit si možnost a reálnost plnění uzavřených smluv, tedy platební schopnost, strukturu oběžných aktiv (jako možných zdrojů finančních prostředků) a krátkodobých závazků a samozřejmě také průběh cash flow. Ať už budeme brát v úvahu jakéhokoli věřitele, budou mít společný především fakt, že vyžadují vrácení vložených finančních prostředků a obě skupiny věřitelů musí brát v úvahu i riziko nesplacení finančních prostředků.

Z uvedených skutečností je zřejmé, že rozhodujícím hlediskem pro volbu metody finanční analýzy bude kromě jiných aspektů také cílová skupina, pro niž jsou výsledky analýzy zpracovávány. Kromě uvedených cílových skupin by bylo možné najít i skupiny jiné, k nim například můžeme uvést dodavatele, stát a jeho orgány, konkurenty, veřejnost, zaměstnance.

### 1.3 ZÁKLADNÍ ASPEKTY ČLENĚNÍ FINANČNÍ ANALÝZY

Finanční analýzu stejně jako téměř všechny ekonomické kategorie lze členit. Způsobů, jak členit, existuje celá řada, nicméně v textu máte prezentováno pouze to členění, které je nezbytně nutné pro pochopení struktury analýzy. Finanční analýza podle objektu zkoumání může být rozdělena tak, jak je uvedeno v následujícím schématu.

Schéma č. 4. Členění analýzy podle objektu zkoumání



Zdroj: vlastní zpracování

**Mezinárodní analýza** se zabývá analýzou aspektů nadnárodního charakteru, což je v souvislosti s globalizačními tendencemi samozřejmě důležité pro správný odhad vývoje zejména u těch firem, které pracují v mezinárodních vztazích. Tyto analýzy zpracovávají specializované instituce, zabývající se hodnocením (ratingem) jednotlivých ekonomik.

Schéma č. 5. Rating ČR u jednotlivých ratingových agentur

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	A 1	Stabilní
Standard & Poor's	A A	Stabilní
Fitch Ratings	A A-	Stabilní

Ratingová agentura	Ocenění (Rating)	Výhled
Moody's	A 1	Stabilní
Standard & Poor's	A A -	Stabilní
Fitch Ratings	A +	Stabilní

Zdroj: server Ministerstva financí České republiky online, URL: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_rating\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_rating_sd.html) [staženo 2013-01-15]

**Analýza národního hospodářství** je prováděna specializovanými institucemi nebo organizačními složkami společnosti. Je zdrojem externích informací, které prezentují vnější prostředí firmy. Uživatelé obvykle tyto analýzy přebírají a používají je při analýzách svých společností. Stav ekonomiky ovlivňuje schopnosti podniků dosahovat odpovídající výnosnosti. K národohospodářským datům patří data popisující celkovou hospodářskou

situaci - tedy míra ekonomického růstu, míra inflace, míra nezaměstnanosti, úroková míra (velmi důležitý makroekonomický ukazatel, neboť každá firma řeší strukturu způsobu financování – vstupují-li do podnikání úvěry jako zdroj financování, je důležité najít správné načasování použití úvěru. Rostoucí úroková míra prodražuje získání tohoto zdroje financování, znamená tedy pokles investičních příležitostí) apod. Jde o také o analýzu vývoje cen a úrokových měr, vývoje devizových kurzů (makroekonomický ukazatel, který je důležitý pro firmy se zahraničním obchodem – nízký kurz znevýhodňuje dovoz do země a znamená zvýšení možností pro domácí výrobce, o jejichž levnější výrobky by měl být v zahraničí větší zájem), měnové politiky ČNB apod.

#### Schéma č. 6. Vývoj devizového kurzu v posledním roce dle České národní banky

Vybrané devizové kurzy - grafy - Česká národní banka

[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_tr...](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_tr...)



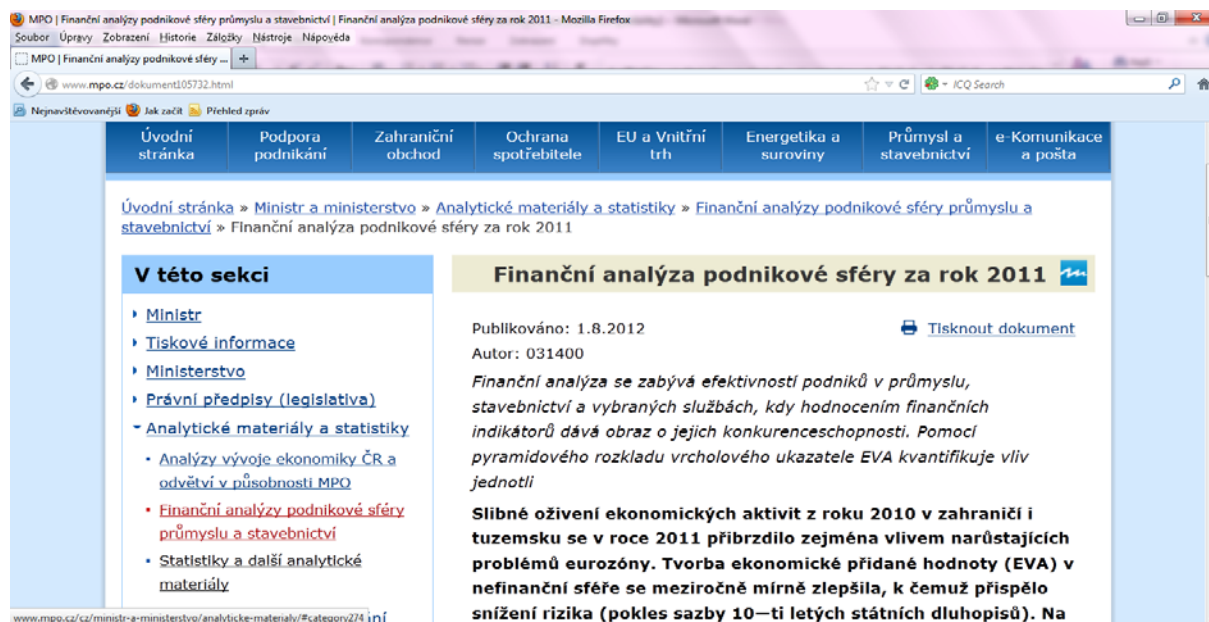
Zdroj: server České národní banky, online URL: [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/grafy\\_form\\_js.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form_js.jsp) [staženo 2013-01-15]

Tyto a další faktory přímým i nepřímým způsobem ovlivňují chování jednotlivých firem a proto je důležité, aby také vstupovaly do rozhodování o podnikatelských záměrech firmy. Navíc analýza minulého vývoje a současného stavu může pomoci vyvozovat prognózy z hlediska budoucího vývoje, tedy jak bude makroprostředí motivovat a orientovat rozhodování občanů a firem.

**Analýza odvětví** - odvětvím rozumíme z hlediska analýzy skupinu subjektů, které jsou si z nějakého hlediska podobné, přičemž podobnost je určena provozovanými činnostmi z hlediska užití technologických postupů či z hlediska poskytovaných služeb apod. V našich podmínkách využíváme členění NACE-CZ, které je v souladu s využívanou metodikou Evropské unie. Členění odvětví je důležité mimo jiné také proto, že každé z odvětví vykazuje jinou citlivost na konjunkturální vývoj. Při hodnocení odvětví se bere v úvahu především jeho současný stav a očekávaný vývoj včetně srovnání se zahraničím na základě ekonomických a akciových ukazatelů. V rámci odvětvové analýzy se analyzují především odbytové možnosti, stav nasycenosti domácího a zahraničního trhu, importní náročnost. Důležitými charakteristikami v rámci této analýzy jsou také investiční náročnost, citlivost na technologické změny, koncentrace kapitálu uvnitř odvětví včetně struktury majetkových vztahů a citlivost na vnější vliv (na politická opatření apod.). Je důležité si také uvědomit, že analýza odvětví je podstatná pro srovnávání firem vzájemně. Informace týkající se hlavních

ukazatelů je možno nalézt v agregovaných analýzách ministerstva průmyslu a obchodu a mohou sloužit jako výchozí srovnávací kritérium. Nevýhodou je, že tyto analýzy jsou k dispozici obvykle se značným časovým zpožděním a také, že tyto analýzy jsou zpracovávány na společnosti, které mají více než 100 zaměstnanců, což znamená, že pro menší společnosti jsou tyto analýzy nepoužitelné. Pro malé a střední společnosti lze také využít podkladů ze serveru Českého statistického úřadu.

#### Schéma č. 7. Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví

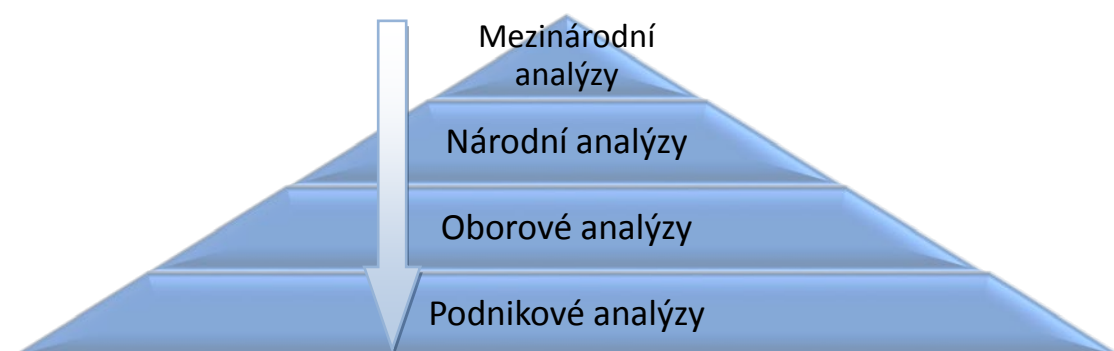


Zdroj: server Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, online URL: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/> [staženo 2013-01-15]

**Analýza podniků a společností** - tato analýza se provádí s ohledem na otázky, které pomocí ní mají být zodpovězeny. Je však nutno přihlídnout k postavení společnosti v rámci příslušného odvětví a národního hospodářství. V rámci jedné společnosti lze provádět pouze časová srovnání, přičemž je nutné sledovat, nedošlo-li u daného subjektu ke změnám, které by mohly toto časové srovnání ovlivnit. Analýza společnosti se soustřeďuje na stav společnosti a na její předpokládaný vývoj, přičemž se provádí jak analýza kvalitativní (image společnosti, kvalita managementu a úroveň řízení, struktura vlastnictví, likvidita akcií na kapitálovém trhu, ekologie), tak analýza kvantitativní (vychází z účetních výkazů dané společnosti). Tato úroveň analýzy bude předmětem vašeho dalšího studia.

Všechny výše uvedené analýzy lze označit jako analýzy řešené metodou „top to down“, což znamená, že se vychází z výsledků mezinárodních analýz, přes národohospodářské analýzy a analýzy odvětví ke konkrétní společnosti.

Schéma č. 8. Metoda top to down

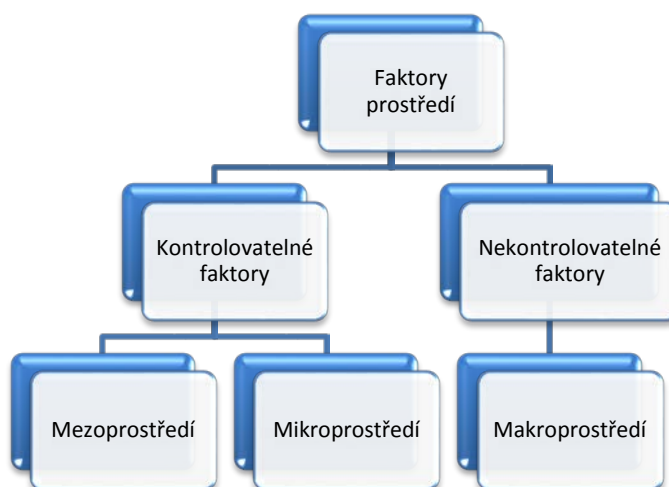


Zdroj: vlastní zpracování

Pokud se budeme zabývat dalším členěním analýz, je třeba se také zmínit o analýzách, které se zabývají zkoumáním pouze určité části nebo jevu z celku. K těmto analýzám patří například analýza mezinárodního obchodu, vnitřního trhu, odbytu, zaměstnanosti, kapitálového trhu apod.

Důležité je rovněž členění finanční analýzy na finanční analýzu externí a finanční analýzu interní. **Externí analýza** je analýza, která se opírá o zveřejňované a jinak dostupné finanční informace. **Interní analýza** je analýza, kterou lze označit jako rozbor hospodaření podniku, který vychází nejen z finančních informací, ale také z informací z manažerského (vnitropodnikového) účetnictví a z dat statistických, plánovaných a kontrolních. Budeme-li chtít analyzovat podnik či odvětví, je třeba si uvědomit, že nejpodstatnější úlohu při naší analýze budou sehrávat faktory uvedené ve schématu jako faktory konkurenční síly. Působení těchto faktorů určuje potenciál zisku v odvětví, návratnost investovaného kapitálu, míru výnosů z investovaného kapitálu. Síla konkurenčních tlaků také určuje mez přílivu kapitálu - tzn. že silná konkurence v odvětví tlačí dolů míru výnosu z investovaného kapitálu, nebo jinak vyšší výnosová míra než je minimální úroveň stimuluje příliv kapitálu do odvětví. Je třeba si rovněž uvědomit (a to už je záležitost marketingová), ve které fázi životního cyklu se právě podnik nachází. Bude asi podstatný rozdíl mezi podnikem, který je ve fázi vzniku, podnikem ve fázi nasycení a podnikem, který se nachází ve fázi degenerace - tady však bývá strategie jednoznačná - stažení z trhu.

Schéma č. 9. Faktory prostředí ovlivňující fungování podniku



Zdroj: vlastní zpracování

Faktory, které ovlivňují fungování firmy v ekonomickém prostředí, je možno v zásadě rozdělit do dvou skupin. První skupinu tvoří **faktory kontrolovatelné** (tedy z pohledu firmy ovlivnitelné faktory) a druhou skupinu **faktory nekontrolovatelné** (z pohledu firmy jen velmi obtížně ovlivnitelné). Ani toto rozdělení není však možné chápat takto striktně. Je potřeba si uvědomit, že jsou prvky v systému, které můžeme ovlivňovat částečně, nebo chcete-li zprostředkovaně, a nelze je tedy jednoznačně přiřadit k ani jedné ze skupin. Do této částečně ovlivnitelné skupiny by se daly zařadit především faktory z mezoprostředí, které svým jednáním sice ovlivníme, ale rozhodně ne vždy je můžeme měnit zásadním způsobem.

## SHRNUTÍ KAPITOLY

Finanční analýza je specifickým typem analýzy, jejímž smyslem je provést zhodnocení finančního hospodaření. Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení. Analýza je užitečná pro prověření dat z minulosti, doplnění vypočítané hodnoty podniku při koupi takového podniku, je východiskem pro sestavování finančního plánu. Vznik jednotlivých metod je datován do 20. století, přičemž k největšímu rozvoji přispělo zejména masivnější využití výpočetní techniky.

Existují různé cílové skupiny uživatelů finanční analýzy. Nejběžněji využívají analýzu management, věřitelé a investoři. Podle cílové skupiny a podle účelu finanční analýzy je možno využívat různé zdroje informací. Finanční analýza vychází nejčastěji z těchto nejdůležitějších informací, které jsou účetního charakteru: rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích.

Obecným úkolem u finančních analýz je především posouzení finančního zdraví firmy v několika krocích:

- krok 1: rámcové posouzení situace na základě vybraných ukazatelů;
- krok 2: podrobný rozbor, jehož cílem je posouzení orientačních poznatků z kroku 1;
- krok 3: hlubší analýza negativních jevů, ke kterým jsme dospěli v předchozích krocích;
- krok 4: návrh na možná opatření a zhodnocení rizik

Právě seznámení s jednotlivými kroky finanční analýzy je obsahem následujících kapitol. Po celou dobu však mějme na paměti, že výběr informačního zdroje by měl být vždy v souladu s cílem finanční analýzy a s metodou, která bude využívána. Samozřejmě by měla být zajištěna důvěryhodnost dat, se kterými pracujeme.

## KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 1

1. Co je podstatou finanční analýzy a pro koho je finanční analýza důležitá.
2. Jak členíme finanční analýzu podle objektu zkoumání.
3. Jsou jednotlivé kategorie podle objektu zkoumání vzájemně provázány? Pokud ano, tak jak.
4. O jaké informace se opírá externí a o jaké interní finanční analýza?
5. Pro kterou cílovou skupinu je důležitější externí finanční analýza a pro kterou interní finanční analýza?
6. Kde finanční analýza vznikla a jak se vyvíjela?
7. Od kdy je využívána finanční analýza jako nástroj finančního řízení na našem území a který model byl pro naše podmínky převzat.

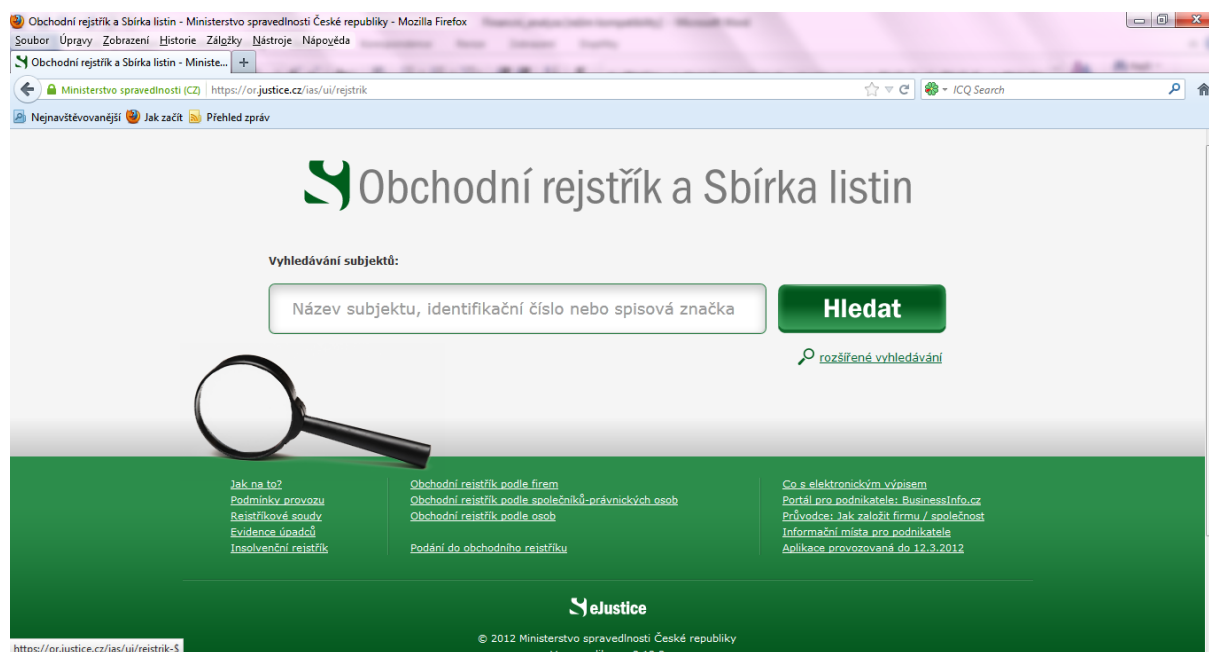
## 2 ÚČETNÍ VÝKAZY JAKO INFORMAČNÍ ZDROJE FINANČNÍ ANALÝZY

Účetní výkazy poskytují informace celé řadě uživatelů a lze je rozdělit do dvou základních částí: účetní výkazy finanční a účetní výkazy vnitropodnikové. Finanční účetní výkazy jsou externími výkazy, neboť poskytují informace zejména externím uživatelům. Dávají přehled o stavu a struktuře majetku, zdrojích krytí, tvorbě a užití hospodářského výsledku a také o peněžních tocích. Vnitropodnikové účetní výkazy nemají právně závaznou úpravu a vychází z vnitřních potřeb každé firmy.

Podstatou finanční analýzy, jak již bylo řečeno, je splnění dvou základních funkcí: prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. U první funkce hledáme odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku k určitému datu - jde o historický vývoj a odhad toho co lze očekávat v nejbližší budoucnosti. Druhá funkce se opírá o poznatky finanční analýzy, které jsou základem pro plánování hlavních finančních veličin.

Vydeme-li z finanční analýzy, tak jejím hlavním úkolem je ověření obchodní zdatnosti podniku a tím udržení majetkově finanční stability. Pro to, abychom mohli úspěšně zpracovat finanční analýzu, jsou důležité zejména základní účetní výkazy: rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků. Rozvaha a výkaz zisku a ztráty jsou účetní výkazy, jejichž struktura je závazně stanovena zákonem a Ministerstvem financí a jsou závaznou součástí účetní závěrky v soustavě podvojného účetnictví. Vzhledem k tomu, že existuje elektronická informační povinnost pro společnosti v České republice, nejjednodušší je dostupnost informací na webových stránkách obchodního rejstříku.

### Schéma č. 10. Možnosti získávání informací na webovém portálu Obchodního rejstříku



Zdroj: server Ministerstva spravedlnosti, online URL: <http://or.justice.cz> [staženo 2013-01-15]

K účetním výkazům se v rámci účetní závěrky připojuje ještě příloha, která musí obsahovat údaje o příslušné účetní jednotce, informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování, dále musí obsahovat doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztráty a také přehled o peněžních tocích nebo výkaz o změnách vlastního kapitálu. Oproti rozvaze a výkazu zisku a ztráty výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků (přehled o peněžních tocích) není standardizován, což však neznamená, že by měl nižší informační hodnotu než předchozí dva výkazy.



Firmy mají povinnost vyplývající z obchodního zákoníku nechat ověřit účetní závěrku auditorem a zveřejnit takto ověřené informace v obchodním věstníku do jednoho měsíce ode dne konání valné hromady (tato povinnost vyplývá ze zákona o účetnictví). Audit znamená revizi účtů, firemních knih odbornými znalci, permanentní ověřování vykázaných aktiv a pasiv akciových a jiných typů obchodních společností. Cílem auditu je vyjádřit názor na účetní závěrku. Součástí zprávy auditora je v konečném důsledku výrok auditora o kvalitě účetní závěrky a vyjádření názoru na to, zda účetní závěrka či výroční zpráva věrně zobrazuje majetek, závazky, vlastní kapitál a výsledky hospodaření. Informace z účetní závěrky zde však figurují pouze ve zkráceném rozsahu. Kromě toho existuje povinnost u těchto firem zhotovovat výroční zprávu, což je také vhodný zdroj externích informací.

Výroční zpráva informuje majitele, obchodní partnery, potenciální investory, finanční ústavy a zákazníky o majetkové, finanční a důchodové situaci. Může sloužit k propagaci společnosti. Musí obsahovat zveřejňované údaje účetní závěrky, výrok auditora týkající se účetní závěrky, údaje o důležitých skutečnostech vztahujících se k účetní závěrce a také výklad o uplynulém a předpokládaném vývoji podnikání firmy a její finanční situaci. I výroční zpráva podléhá povinnosti ověření auditorem.

Při čtení účetních výkazů je potřeba si uvědomit, že rozdíly mohou nastat i při rozdílném použití účetních standardů. Účetní jednotky, které jsou emitenty cenných papírů registrovaných na regulovaném trhu cenných papírů v členských státech Evropské unie, použijí pro účtování a sestavení účetní závěrky za účetní jednotku a konsolidované účetní závěrky IFRS.

Ostatní účetní jednotky musí účtovat a sestavovat účetní závěrku za účetní jednotku v souladu se zákonem o účetnictví a souvisejícím prováděcím předpisem; pro konsolidovanou účetní závěrku mohou použít IFRS místo ČÚP.

Rozlišujeme tři různé druhy účetní závěrky podle subjektu, který je sestavuje. **Konsolidovaná účetní závěrka** je účetní závěrky skupiny podniků, která slučuje stav aktiv a pasív a dosažené výsledky hospodaření mateřského podniku s jeho podílovou účastí v ostatních podnicích, které kontroluje nebo v nichž má podstatný vliv (holding) nebo je ovládající osoba ve smyslu obchodního zákoníku, tj. má podstatný nebo rozhodující vliv.

Cílem konsolidované účetní závěrky je podat akcionářům mateřského podniku a odborné veřejnosti komplexní informace o celkovém majetku, závazcích, vlastním kapitálu, nákladech a výnosech za ekonomicko-hospodářské seskupení podniků, které jsou kapitálově propojeny. Povinnost podrobit se sestavení konsolidované účetní závěrky má, za podmínek stanovených tímto zákonem a prováděcími právními předpisy, osoba bez ohledu na její sídlo, pokud je:

- ovládanou osobou, s výjimkou ovládaných osob, ve kterých je vykonáván společný vliv podle odstavce 4 zákona o účetnictví,
- osobou, ve které konsolidující nebo konsolidovaná účetní jednotka vykonává společný vliv
- osobou, ve které konsolidující účetní jednotka vykonává podstatný vliv.

**Individuální (nekonsolidovanou) účetní závěrku** sestavují podniky, které nemají dceřiné společnosti, jež mají být konsolidovány. **Separátní účetní závěrku** vyhotovuje podnik na žádost nějaké instituce (jíž může být např. regulátor účetnictví dané země) nebo z vlastní vůle.

## 2.1 ROZVAHA

Rozvaha je účetním výkazem, který zachycuje bilanční formou stav hospodářských prostředků (aktiva) a zdrojů jejich financování (pasíva) vždy k určitému datu. Rozvaha se zpravidla sestavuje k poslednímu dni účetního roku, resp. kratších období.

### DEFINICE 2

Rozvaha je stavovým účetním výkazem, který představuje základní přehled o majetku podniku a zdrojích jeho financování ve statické podobě (v okamžiku účetní závěrky).

Jde nám tedy o získání věrného obrazu o:

- majetkové situaci podniku – v jakých konkrétních druzích je majetek vázán a jak je oceněn, nakolik je opotřeben, jak rychle se obrací, optimálnost složení majetku atd.
- zdrojích, z nichž byl majetek pořízen – o výši vlastních a cizích zdrojů financování, jejich struktuře apod.
- finanční situaci podniku – jakého zisku podnik dosáhl, jak jej rozdělil, zda je podnik schopen dostát svým závazkům.

Při analýze rozvahy budeme sledovat zejména:

- stav a vývoj bilanční sumy;
- strukturu aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek;
- strukturu pasív, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů;
- relace mezi složkami aktiv a pasív: tj. velikost stálých aktiv a dlouhodobých pasív, velikost stálých aktiv a vlastního kapitálu, velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasív, finanční majetek a krátkodobé pohledávky ke krátkodobým pasívům.

Jak již bylo řečeno, jde nám především o majetkovou a finanční strukturu podniku. Základní členění jednotlivých položek v rozvaze je schematicky prezentováno v následující tabulce.

**Tabulka č. 1 Vzor rozvahových položek**

Rozvaha k 31.12.2xxx	
Aktiva	Pasíva
Dlouhodobý majetek	Vlastní kapitál
Oběžná aktiva	Cizí kapitál
Ostatní aktiva	Ostatní pasíva

*Zdroj: vlastní zpracování*

### 2.1.1 MAJETKOVÁ STRUKTURA - AKTIVA

Majetková struktura podniku představuje podrobnou strukturu aktiv podniku. Aktivity v širším pojetí rozumíme celkovou výši ekonomických zdrojů, jimiž podnik disponuje v určitém časovém okamžiku. Zdroje bývají označovány jako majetek podniku, jde-li o právní pojetí, také jako kapitál, jde-li o finanční stránku ekonomických zdrojů. Rozhodující je však schopnost dané položky přinést v budoucnu ekonomický prospěch podniku. Tato schopnost se může projevit dvěma způsoby:

- přímo - schopnost cenných papírů přeměnit je okamžitě na hotovost;
- nepřímo - položka aktiv se zapojí do výrobní činnosti podniku, postupně se přemění na hotové výrobky a prostřednictvím pohledávek se změní na peníze.

Základním hlediskem členění aktiv je především doba jejich upotřebitelnosti, tedy podle likvidity a to od položek nejlikvidnějších po položky nejméně likvidní v USA, kdežto v ČR je to obráceně, začínáme u položek nejméně likvidních (fixní, stálá aktiva) až k položkám nejlikvidnějším (oběžná aktiva).

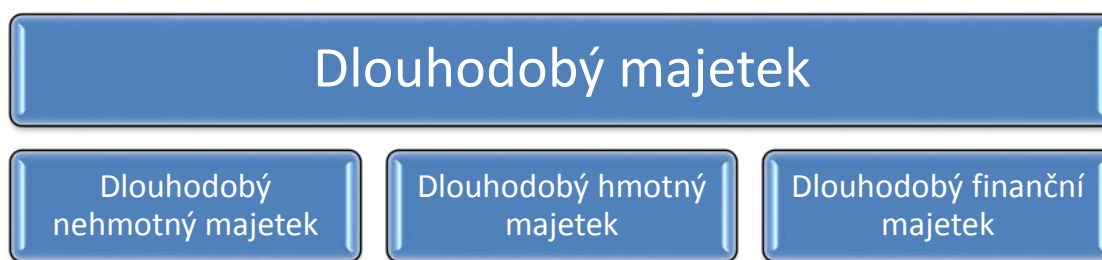
**Tabulka č. 2 Strana aktiv v rozvaze**

AKTIVA	Běžné účetní období			Minulé úč.období
	brutto	korekce	netto	
<b>AKTIVA CELKEM</b>				
Dlouhodobý majetek				
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>				
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>				
Dlouhodobý finanční majetek				
Oběžná aktiva (krátkodobý majetek)				
<i>Zásoby</i>				
<i>Krátkodobé pohledávky</i>				
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>				
<b>Ostatní Aktiva</b>				
<i>Časové rozlišení</i>				
<i>Náklady příštích období</i>				
<i>Příjmy příštích období</i>				

Zdroj: vlastní zpracování dle zákona o účetnictví

**Dlouhodobý majetek**, u něhož je doba přeměny na hotové prostředky delší než jeden rok, rovněž to znamená, že se nespoteblovávají najednou, ale postupně, nejčastěji ve formě odpisů a svou hodnotu přenáší úměrně tomuto opotřebení do nákladů firmy. Ne všechny položky dlouhodobého majetku však odepisujeme, neboť ne všechny mají svou peněžní hodnotu. Dlouhodobý majetek lze rozdělit do následujících skupin:

**Schéma č. 11. Členění dlouhodobého majetku**



Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý nehmotný majetek obsahuje zejména zřizovací výdaje, nehmotné výsledky výzkumu a vývoje, software, ocenitelná práva a goodwill s dobou použitelnosti delší než jeden rok a od výše ocenění určené účetní jednotkou, s výjimkou goodwillu, a při splnění podmínek dále stanovených a při splnění povinností stanovených zákonem, zejména respektováním principu významnosti a věrného a poctivého zobrazení majetku. Dále obsahuje povolenky na emise a preferenční limity. Dobou použitelnosti se rozumí doba, po kterou je majetek využitelný pro současnou nebo uchovatelný pro další činnost nebo může sloužit jako podklad nebo součást zdokonalovaných nebo jiných postupů a řešení včetně doby ověřování

nehmotných výsledků.<sup>1</sup> Za dlouhodobý nehmotný majetek se považuje také bez ohledu na výši ocenění také goodwill (kladný či záporný rozdíl mezi oceněním podniku nebo jeho části nabytého koupí, vkladem nebo oceněním majetku a závazků v rámci přeměn společností, goodwill se odepisuje rovnoměrně zpravidla po dobu pěti let – takže přítomnost této položky pro analytika také signalizuje již provedené změny ve společnosti);

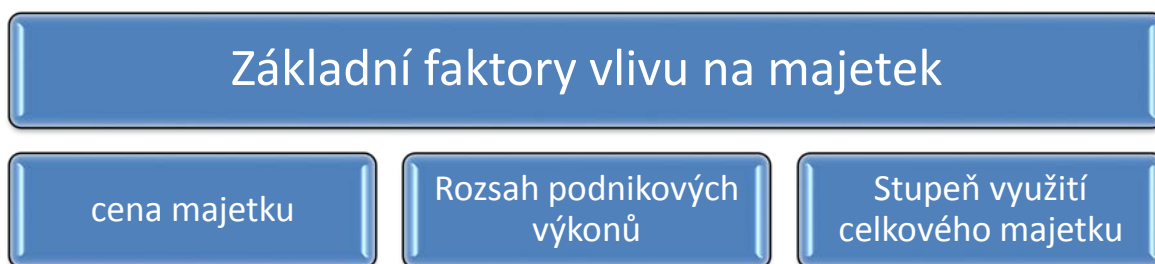
Dlouhodobý hmotný majetek obsahuje položky majetku dlouhodobé povahy, které jsou pořizovány z hlediska zajištění běžné činnosti podniku. Hmotný majetek přechází do nákladů firmy prostřednictvím odpisů, neodepisujeme však například pozemky, umělecká díla či sbírky (zde se předpokládá, že se jedná o aktiva, které se v čase zhodnocují). Východiskem analýzy dlouhodobého hmotného majetku je posouzení dynamiky změn v objemu a struktuře tohoto majetku. Mělo by nás zajímat, jak je dlouhodobý hmotný majetek využíván. Jde v podstatě o rozbor výrobních kapacit a využití jednotlivých strojů a zařízení;

Dlouhodobý finanční majetek představuje položky majetku dlouhodobé povahy, které jsou pořizovány nikoliv pro hospodářskou činnost, ale pro získání dlouhodobě přiměřeného výnosu, významného vlivu v jiném podniku či případně získání výnosu vyplývajícího z růstu tržní hodnoty určitých komodit. Do této kategorie patří dlouhodobé cenné papíry a podíly a poskytnuté dlouhodobé půjčky a úvěry ovládaným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem nebo mezi právníckými osobami, Ani dlouhodobý finanční majetek neodepisujeme.

**Oběžnými aktivy** rozumíme peněžní prostředky a věcné položky majetku (suroviny, materiál, rozpracovaná výroba, hotové výrobky a polotovary), u nichž lze předpokládat, že se přemění na peněžní prostředky během jednoho roku. Struktura oběžných aktiv je obvykle tvořena zásobami, dlouhodobými a krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Analýza oběžných aktiv musí posoudit velikost, strukturu této majetkové složky vzhledem k potřebám a zabezpečení plynulého výrobního procesu. Začíná obvykle zhodnocením objemu, struktury a vývoje oběžných aktiv. **Ostatní aktiva** zachycují zejména zůstatek účtů časového rozlišení nákladů příštích období – předem placené nájemné, a příjmů příštích období – práce provedené a dosud nevyúčtované, aktivní kurzové rozdíly apod.

Na výši celkového majetku podniku mají vliv tři základní faktory, které jsou shrnuty v následujícím schématu.

Schéma č. 12. Základní faktory vlivu na majetek



Zdroj: vlastní zpracování

Růst podnikových výkonů zvyšuje požadavky na velikost majetku při stejném stupni jeho využití a stejných cenách. Lepší využití majetku snižuje potřebu tohoto majetku. Změna cen působí na výši celkového majetku přímo. Je důležité si uvědomit, že majetková struktura je velmi diferencovaná. Závisí především na technické náročnosti výroby, která ovlivňuje podíl stálého hmotného majetku (technologicky náročnější provozy chemické či energetické budou mít podíl stálého majetku vyšší než firmy spotřebního průmyslu či zemědělství), ale

<sup>1</sup> Vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení č. 563/1991 Sb., zákona o účetnictví

i podíl nehmotného a investičního majetku v podobě patentů, licencí, know-how, softwaru apod. Dále je složení podnikového majetku ovlivněno stupněm rozvinutosti peněžního a kapitálového trhu – vliv na finanční majetek firmy. A v neposlední řadě je majetková struktura silně ovlivněna konkrétní ekonomickou situací podniku a orientací jeho hospodářské politiky (například snaha zajistit si větší podíl oběžného majetku se projevuje i v tom, že fixní majetek je pořizován pomocí leasingu).

Pro analýzu položek majetkové struktury je charakteristické zkoumání druhu a vzájemného vztahu majetku. Mimo jiné nás také bude zajímat, jak dlouho je majetek ve firmě vázán. Z hlediska struktury je zajímavý rovněž vztah investičního majetku (vyjádřen ve stálých aktivech) a oběžného majetku. Touto problematikou se budeme zabývat v kapitole Analýza absolutních ukazatelů.

### 2.1.2 FINANČNÍ STRUKTURA – PASÍVA

Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován majetek podniku. Je zachycena v pasívech rozvahy. Strana pasív není prioritně členěna podle hlediska času, jako tomu bylo u aktiv, ale z hlediska vlastnictví zdrojů financování (zdroje vlastní, cizí).

Tabulka č. 3 Strana pasív v rozvaze

PASIVA	Běžné účetní období	Mínulé účetní období
<b>PASIVA CELKEM</b>		
<b>Vlastní kapitál</b>		
Základní kapitál		
Kapitálové fondy		
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku		
Výsledek hospodaření minulých let		
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		
<b>Cizí zdroje</b>		
Dlouhodobé závazky		
Rezervy		
Krátkodobé závazky		
Bankovní úvěry a výpomoci		
Ostatní pasíva		

Zdroj: vlastní zpracování dle zákona o účetnictví

**Vlastní kapitál** obsahuje několik položek a v něm především základní kapitál, který představuje peněžní vyjádření souhrnu peněžních a nepeněžních vkladů společníků do dané společnosti, vytváří se dle obchodního zákoníku a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku, dále kapitálové fondy, které představují emisní ážio (rozdíl mezi tržní a nominální hodnotou akcií), dary, dotace, ale také oceňovací rozdíly z přecenění majetku a oceňovací rozdíly z kapitálových účastí, fondy ze zisku, k nimž patří zákonný rezervní fond (ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření firmy), nedělitelný fond a ostatní fondy, výsledek hospodaření z minulých let, což je nerozdělený zisk z minulých období, případně neuhrazená ztráta z minulých let a výsledek hospodaření běžného období, tedy vykázaný zisk nebo ztráta uzavíraného účetního období. **Cizí kapitál** představuje dluh společnosti, které musí být v různě dlouhém časovém horizontu uhrazen. Vzhledem k faktu, že si její firma zapůjčuje je zřejmé, že za něj platí úroky a ostatní výdaje spojené se

získáváním tohoto kapitálu. Je dobré si uvědomit, že zpravidla bývá levnější krátkodobý kapitál než dlouhodobý a zároveň také, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní. Cizí kapitál se skládá z rezerv, které je možno rozdělit na zákonné a ostatní, dlouhodobých závazků, které obsahují závazky, které mají v okamžiku, ke kterému je účetní závěrka sestavena, dobu splatnosti delší než jeden rok, a odloženého daňového závazku; krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomocí.

Z dynamického hlediska nám finanční struktura ukazuje strukturu přírůstku podnikového kapitálu, ze kterého je financován přírůstek majetku. Vedle pojmu finanční struktura existuje ještě pojem kapitálová struktura – ta zachycuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován fixní majetek a trvalá část oběžného majetku. Jde tedy o strukturu dlouhodobého kapitálu.

V rámci finanční struktury je třeba analyzovat zejména relaci mezi vlastním a cizím kapitálem. Tato relace je závislá především na nákladech spojených se získáním příslušného druhu kapitálu, které jsou odvislé od doby jeho splatnosti a rizika spojeného s jeho použitím. Kapitálové struktuře a jejímu vztahu se ziskem a ukazateli rentability bude věnována pozornost v následující subkapitole.

### 2.1.3 KAPITÁLOVÁ STRUKTURA

Kapitálová struktura bývá v různých pramenech finančních teorií definována jako struktura dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován dlouhodobý majetek. Kapitálová struktura je řešena dále. Nicméně je nutno poznamenat, že z hlediska kapitálové struktury se má samozřejmě za to, že do kategorie dlouhodobého kapitálu přirozeně patří nejen cenné papíry, ale také vlastní kapitál a dlouhodobé závazky, z nichž patrně tou nejdůležitější položkou (z hlediska stability zdroje financování) jsou dlouhodobé bankovní úvěry. Pro hodnocení kapitálové struktury je však nejpodstatnější, že hodnotíme poměr mezi vlastními zdroji financování a cizími zdroji financování. Kapitálová struktura má zásadní význam pro kvalitní rozvoj podniku a rovněž podmiňuje jeho zdravý finanční rozvoj. Existují různé pohledy na kapitálovou strukturu podle zainteresovanosti, nicméně nejpodstatnějšími jsou pohledy věřitelů a akcionářů. U věřitelů platí, že riziko věřitele je tím vyšší, čím vyšší je podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Jakmile si podnik stále více půjčuje, vzrůstá riziko neplnění závazků a věřitelé by měli od takovéto firmy požadovat vyšší úrokové sazby. Pohled akcionářů je také důležitý, neboť i oni nesou riziko v závislosti na rozsahu dluhového financování. Čím větší je podíl dluhového financování, tím rizikovější je vklad do podnikání z pohledu majitele společnosti. Nicméně je nutno připomenout, že při vhodném poměru cizího a vlastního kapitálu je i zde možno dosáhnout vyšší výnosnosti.

Jedním ze základních problémů finančního řízení podniku je vedle stanovení celkové výše potřebného kapitálu i volba správné skladby zdrojů financování jeho činnosti - to označujeme pojmem kapitálová struktura. Kapitálová struktura se zabývá především vnitřní skladbou, která je dále ovlivňována technickou podmíněností majetkové struktury podle odvětví či oboru podnikání firmy. Pravidly financování rozumíme řízení vzájemných vazeb složek majetku, zdrojů financování a také vazeb mezi majetkovou a kapitálovou strukturou firmy. Kapitálovou strukturu můžeme hodnotit jak horizontálně, tak vertikálně.

Horizontální hodnocení kapitálové struktury říká, že dlouhodobý majetek by měl být pokryt vlastním kapitálem firmy, resp. dlouhodobě vázaným kapitálem. Pravidlo tedy hovoří o časovém souladu jednotlivých složek aktiv a pasív. Doba, po kterou firma disponuje s kapitálem, by měla být shodná s dobou, na kterou podnik potřebuje majetek tímto kapitálem krytý. V případě, že k financování dlouhodobého majetku dochází prostřednictvím krátkodobých zdrojů, musí firma během své životnosti žádat o nové úvěry nebo emitovat nové krátkodobé obligace. Důvodem pro toto jednání je fakt, že přeměna dlouhodobého

majetku na peníze přesahuje splatnost krátkodobých zdrojů. V této situaci je firma podkapitalizována. K této situaci dochází zejména v době expanze podniku.

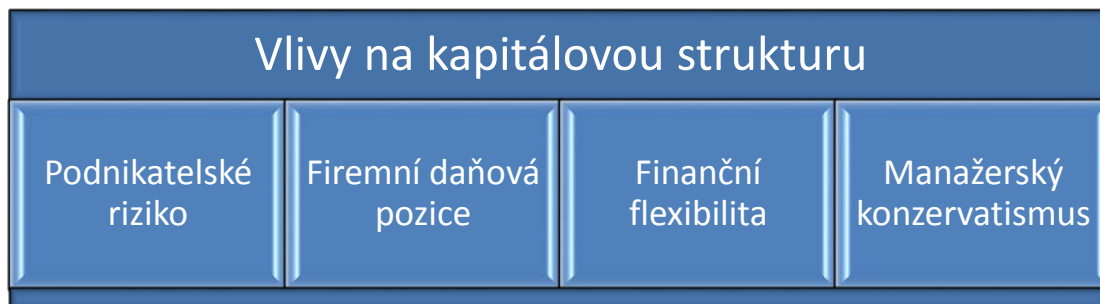
Vertikální analýza kapitálové struktury se týká klasické skladby kapitálu. Tato analýza by měla být v souladu s hodnocením věřitelského rizika. Čím vyšší je podíl dluhového financování, tím větší potenciální riziko představuje firma pro věřitele, což v konečném důsledku může vést k problémům při získávání dodatečných zdrojů. Kapitálová struktura tedy představuje výběr mezi rizikem a výnosem využití vyšší dluhu, který s sebou přináší zvýšené riziko spojené s dosažením budoucích firemních zisků, a zároveň vede obecně k vyšší očekávané výnosové míře.

### DEFINICE 3

Za optimální kapitálovou strukturu se považuje takové rozložení kapitálu, které je spojeno s minimalizací veškerých nákladů na jeho pořízení a které je zároveň v souladu s předpokládaným vývojem tržeb a zisku a majetkovou strukturou podniku.

Na rozhodování o kapitálové struktuře mají vliv faktory, které jsou uvedeny v následujícím schématu.

Schéma č. 13. Vlivy na kapitálovou strukturu



Zdroj: vlastní zpracování

Podnikatelské riziko je spojeno s vlastní existencí firmy v případě, že nevyužívá dluhového financování (vyšší podnikatelské riziko znamená nižší debt ratio). Firemní daňová pozice souvisí s tím, že hlavním důvodem pro využití dluhu je odpočitatelnost úrokového zatížení od daňového základu daně z příjmu, což v konečném důsledku snižuje efektivní náklady cizího kapitálu. Finanční flexibilita vypovídá o schopnosti navýšit kapitál v „rozumném“ čase za nepříznivých podmínek. Nabídka kapitálu je totiž nezbytně nutná pro stabilní provoz. Manažerský konzervatismus a agresivita zase souvisí se schopností manažerů využít cizího kapitálu ve snaze zvýšit zisky. (Roubíčková, Růčková, 2012)

Pro řízení kapitálové struktury platí určité zásady, které lze zobecnit. První zásadou je diverzifikace zdrojů, která je pro firmu nutná z hlediska optimalizace kapitálové struktury. Finanční systém nabízí širokou škálu různě náročných způsobů financování, přičemž při výběru způsobu financování bývá rozhodující nejen cena, ale také doba splatnosti a riziko daného zdroje financování. Tady samozřejmě platí, že nevhodně zvolený způsob financování a nevhodně zvolené načasování financování může vést k zániku firmy. Při volbě způsobu financování je také důležité respektovat zaměření ekonomické činnosti firmy. Další zásadou je zohlednění daňových hledisek, neboť daňové zatížení firmy negativně působí na její ekonomickou aktivitu a proto je vhodná snaha o eliminaci tohoto problému. Pro řízení kapitálové struktury je rovněž důležité, aby kapitálová struktura odpovídala vnitřním a vnějším ekonomickým podmínkám, což znamená, že z hlediska vnitřních podmínek jde o efektivní fungování firmy jako celku a z hlediska vnějších podmínek jde o posouzení vztahu k vnějšímu prostředí (vztah směrem ke státu, ostatním firmám, zákazníkům apod.)

Nejčastějším důvodem pro rozdílnou kapitálovou strukturu budou bezesporu náklady, které souvisejí s využíváním jednotlivých forem kapitálu. Obecně však platí, že využívání vlastního kapitálu je dražší než využívání kapitálu cizího. Také je možné říct, že využití cizího kapitálu za určitých podmínek zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Výhodou využití cizího kapitálu může rovněž být fakt, že úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, protože úrok představuje součást nákladů snižující daňový základ.

Naopak nevýhodou využívání cizího kapitálu může být fakt, že každý další dluh je dražší a je obtížnější ho získat z důvodu zvyšování věřitelského rizika pro investory. Vyšší míra zadluženosti může v konečných důsledcích vést i ke snižování finanční stability firmy. V praxi je zřejmé, že existuje celá řada možností, jak financovat firmu, nicméně se dá říct, že zdaleka ne všechny firmy se zabývají optimalizací kapitálové struktury.

Nejpodstatnějším důvodem zřejmě bude fakt, že v našich podmínkách se firmy snaží o získání jakéhokoliv zdroje financování. Z toho vyplývá, že je-li věnována pozornost kapitálové struktuře, tak pouze ve firmách, které patří k firmám prosperujícím, pro něž nebývá problém získávání financí.

Otázkou optimální kapitálové struktury se zabývají ekonomové na celém světě, ale především v USA. Teorie rozděluje tyto poznatky do dvou skupin. První skupina (statické teorie) vychází při hledání optimální kapitálové struktury z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování firem. Druhá skupina (dynamické teorie) klade empirické zkoumání skutečného chování firem na první místo a doplňuje jej teoretickým zobecněním. Vše je v podstatě postaveno na základním vztahu, resp. rozporu mezi optimální kapitálovou strukturou na straně jedné a investicemi společnosti na straně druhé.

Ke statickým teoriím se řadí zejména model Mertona Millera a Franca Modiglianiho. Patří sem i tradiční přístup (H. DeAngelo, L. Dodd, D. Durand, W.J. Eiteman, B. Graham, R. W. Masulis) a kompromisní teorie neboli Trade-off Model (H. DeAngelo, R. W. Masulis, J. B. Warner). Cílem těchto teorií je zamyslet se na tím, existuje-li objektivní rovnovážný cílový stav firmy z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou a mají-li se firmy snažit v jednotlivých odvětvích o jeho nalezení a zabezpečení prostřednictvím konkrétních finančních rozhodnutí.

Hlavním představitelem dynamických teorií je Stewart Meyers se svou teorií hierarchického pořádku, neboli asymetrickou informační teorií založenou na empirickém výzkumu Gorgona Donaldsona. Východiskem této teorie je názor, že optimální kapitálová struktura firmy obecně i konkrétněji v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a že snahy o přílišné zobecňování mohou být velmi zavádějící. Každá firma je natolik specifická, že její optimalizační snahy nelze přenášet na jiné firmy. Každá firma přitom průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje. Od toho pochází název dynamická teorie. (více např. Roubíčková, Růčková, 2012)

Ke kapitálové struktuře a jejímu hodnocení je možné přistupovat také z hlediska fungování finančního systému. V rámci finančního systému je možné různým způsobem alokovat zdroje finančního krytí. K této alokaci může docházet buď prostřednictvím kapitálového trhu, nebo prostřednictvím bankovního systému. Každý tento způsob umístování zdrojů má své specifické rysy. Původně existovalo rozdělení takovýchto způsobů alokace zdrojů do šesti variant, ale po druhé světové válce se zredukoval jejich počet na stávající dva systémy. V bankově orientovaném systému zpravidla teorie hovoří o méně rozvinutém kapitálovém trhu, volné finanční zdroje jsou alokovány zejména prostřednictvím dlouhodobých a krátkodobých úvěrů bank a jiných depozitních institucí. Banky mívají v tomto typu finančního systému většinový podíl ve firmách a zároveň platí, že je v daleko menší míře využíván k financování vlastní kapitál a proto bývá debt/equity ratio vyšší. Argumentem pro toto tvrzení bývá fakt, že existuje majetková propojenost bankovního



sektoru se sektorem nefinančním. Ve finančním systému orientovaném na finanční trhy existuje širší spektrum finančních instrumentů. Tento systém je postaven na relativně vyšší diverzifikaci rizika mezi vlastníky a věřitele, neboť snaha o získání prostředků pro financování je mířena nejen do bankovního sektoru, ale zejména na peněžní a kapitálové trhy. Také domácnosti se zde častěji uchylují k přímému investování svých dočasně volných finančních zdrojů a firmy tak ve větším objemu získávají zdroje na kapitálových trzích. Tlak na kontrolu míry zadluženosti je tak primárně kladen na management, který je zodpovědný za optimální využití zdrojů financování. Nejčastěji využívaným instrumentem v tomto systému jsou obligace.

Český finanční systém je možné charakterizovat jako systém orientovaný na banky a dalo by se tedy předpokládat, že většina kapitálu určeného k financování bude pocházet z bankovních zdrojů a bude dominovat nad vlastním kapitálem. Vzhledem k nižší efektivnosti kapitálové trhu se dá také předpokládat, že mezi zdroji financování bude z hlediska cených papírů dominantní pouze základní kapitál tvořený vlastnickými podíly akcionářů. To by také mělo znamenat, že hodnota debt/equity ratio bude vysoká. Z teoretických poznatků také vyplývá, že by ve vlastnické struktuře měly převažovat banky jako majoritní vlastníci.

#### **2.1.4 PROBLÉMY PŘI ANALÝZE ROZVAHY**

Rozvaha popisuje stav na základě historických cen a z toho plynou právě úskalí z hlediska vypovídací schopnosti dat. Jde především o to, že rozvaha zobrazuje stav hodnot v ní obsažených k danému okamžiku, nemůže dát informace o dynamice společnosti. Dalším problémem je skutečnost, že se v rozvaze nepracuje s časovou hodnotou peněz, nepostihuje tudíž přesně současnou hodnotu aktiv a pasív. Jedním z problémů je také fakt, že k určení realistické hodnoty některých položek musí být použito odhadu, například:

- skutečná kvalita stálých aktiv – stav mezi účetní hodnotou a jejich aktuální hodnotou;
- zásoby – zde jsou důležité změny úrovně zásob mezi jednotlivými obdobími a příčiny jejich změny; jde hlavně o relace mezi cenami, kterými jsou zásoby oceněny a cenami aktuálními, dále je zajímavá struktura zásob a jejich přiměřenost ve vztahu k dosaženým výkonům;
- cenné papíry – doporučit analýzu jednotlivých složek portfolia; opatrnost ve vztahu k málo likvidním cenným papírům;
- nadhodnocené pohledávky – tj. ověření bonity pohledávek;
- podhodnocené závazky.

## **2.2 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY**

Výkaz zisku a ztráty je písemný přehled o výnosech, nákladech a hospodářském výsledku za určité období. Zachycuje tedy pohyb výnosů a nákladů, nikoliv pohyb příjmů a výdajů. I u tohoto finančního výkazu budeme při finanční analýze podniku sledovat strukturu výkazu, jeho dynamiku, resp. dynamiku jednotlivých položek. I tento účetní výkaz se sestavuje pravidelně v ročních či kratších intervalech.

Je na rozhodnutí účetní jednotky, zda bude sestavovat výkaz zisku a ztráty v druhovém členění nebo v účelovém členění. Účetní jednotka může uvážit (například podle povahy a členění nákladů), zda jí bude více vyhovovat druhové nebo účelové členění nákladů provozního výsledku hospodaření. Členění výkazu zisku a ztráty je rozdílné pouze u provozního výsledku hospodaření, u dalších dvou výsledků hospodaření (finanční a mimořádný) je struktura výkazu zisku a ztráty shodná.

Tabulka č. 4 Výkaz zisku a ztráty dle druhového členění – zkrácená podoba

Označení	TEXT	Číslo řádku	Skutečnost v účetním období	
			sledovaném 1	minulém 2
a	b	c		
I.	Tržby za prodej zboží	1		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2		
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	3	0	0
II.	Výkony	4		
B.	Výkonová spotřeba	5		
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 05)	6	0	0
C.	Osobní náklady	7		
D.	Daně a poplatky	8		
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9		
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	10		
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	11		
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	12		
IV.	Ostatní provozní výnosy	13		
H.	Ostatní provozní náklady	14		
V.	Převod provozních výnosů	15		
I.	Převod provozních nákladů	16		
*	Provozní výsledek hospodaření [ř. 06 - 07 - 08 - 09 + 10 - 11 - 12 + 13 - 14 + (-15) - (-16)]	17	0	0
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	18		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	19		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	20		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	21		
K.	Náklady z finančního majetku	22		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	23		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	24		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	25		
X.	Výnosové úroky	26		
N.	Nákladové úroky	27		
XI.	Ostatní finanční výnosy	28		
O.	Ostatní finanční náklady	29		
XII.	Převod finančních výnosů	30		
P.	Převod finančních nákladů	31		
*	Finanční výsledek hospodaření [ř. 18 - 19 + 20 + 21 - 22 + 23 - 24 - 25 + 26 - 27 + 28 - 29 + (-30) - (-31)]	32	0	0
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	33		
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 17 + 32 - 33)	34	0	0
XIII.	Mimořádné výnosy	35		
R.	Mimořádné náklady	36		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	37		
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 35 - 36 - 37)	38	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	39		
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 34 + 38 - 39)	40	0	0
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 40 + 37 + 33 + 39)	41	0	0

Zdroj: vlastní zpracování dle zákona o účetnictví

V rámci analýzy výkazu zisku a ztráty obvykle hledáme odpověď na otázku, jak jednotlivé položky výsledovky ovlivňují nebo spíše ovlivňovaly hospodářský výsledek. Informace z výsledovky jsou tedy významným podkladem pro hodnocení firemní ziskovosti. Při slovním hodnocení vypočítaných výsledků bychom měli mít na paměti zásadu souměření nákladů a výnosů, což v praxi znamená např. je-li předmětem činnosti nákup a prodej zboží relativně malého objemu, lehce přiřadíme k tržbám z prodeje nákupní cenu zboží (třeba u automobilů). V případě výrobního podniku tento vztah nebude tak jednoznačný, neboť ne každý náklad je možné přímo přiřadit k výrobku.

Ve struktuře výkazu zisku a ztráty je možno nalézt několik stupňů hospodářského výsledku. Jednotlivé hospodářské výsledky se od sebe liší tím, jaké náklady a výnosy do jeho struktury vstupují. Hospodářský výsledek členíme tak, jak je znázorněno ve schématu č. 10.

Schéma č. 14. Struktura výsledku hospodaření



Zdroj: vlastní zpracování

Provozní výsledek hospodaření u výrobních podniků tvoří tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, od kterého se odečtou náklady související s provozní činností, u obchodních firem se provozní výsledek hospodaření vypočítá tak, že od tržeb za prodej zboží odečtete náklady na prodané zboží. Finanční výsledek hospodaření je rozdílem výnosů z finančních činností a nákladů na finanční činnost. Provozní výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření tvoří po odečtení daně z příjmů za běžnou činnost výsledek hospodaření za běžnou činnost. Mimořádný výsledek hospodaření je rozdílem mimořádných výnosů a mimořádných nákladů.

Základní rozdíl mezi rozvahou a výkazem zisku a ztráty je v tom, že zatímco rozvaha zachycuje aktiva a pasíva k určitému časovému okamžiku, výkaz zisku a ztráty se vztahuje vždy k určitému časovému intervalu – je přehledem o výsledkových operacích za tento interval.

#### DEFINICE 4

Výkaz zisku a ztráty obsahuje tokové veličiny, které jsou založeny na kumulativní bázi a jejich změny v čase nemusí být rovnoměrné.

Velkým problémem je fakt, že nákladové a výnosové položky se neopírají o skutečné peněžní toky (příjmy a výdaje). Je tedy jasné, že výsledný čistý zisk neobsahuje skutečnou dosaženou hotovost získanou hospodařením v daném období. Problém je tedy např. v tom, že výnosy z prodeje zahrnují okamžité uhrazení v hotovosti, fakturaci a prodej odběratelům na

úvěr, ale už nezahrnují inkaso plateb z prodeje, který byl realizován na úvěr v předchozím období. Dále spočívá problém v tom, že náklady nemusejí být zaplacený ve stejném období, za jaké se objevují ve výsledovce nebo některé náklady nejsou vůbec hotovostním výdajem (odpisy, amortizace, goodwill, patentní práva).

Vztah mezi náklady a výnosy a příjmy a výdaji je tedy následující:

1. náklady běžného účetního období obsahují také položky, které nebyly skutečně uhrazeny v daném účetním období, i když s ním souvisejí;
2. náklady běžného účetního období obsahují položky, které neznamenalý faktický úbytek finančních prostředků (odpisy, tvorba rezerv);
3. výnosy běžného účetního období obsahují položky, které nebyly skutečným příjmem běžného účetního období (tržby za fakturované zboží);
4. výkaz zisku a ztráty nebere na vědomí některé výdaje běžného období – tam, kde se jednalo o úbytek peněz běžného období, ale ne náklad běžného období;
5. výkaz zisku a ztráty nezohledňuje některé příjmy běžného období – přijaté nájemné předem, ale není to výnos běžného období.

Z toho vyplývá následující shrnutí problémů spojených s analýzou výkazu zisku a ztráty. Problémy spojené s analýzou výkazu zisku a ztráty jsou následující:

- obsahuje tokové veličiny – jejich změny v čase tudíž nemusejí být v čase rovnoměrné;
- výnosy dosažené v určitém období a náklady s nimi spojené nemusí být vynaloženy ve stejném období – časové rozlišení výnosů a nákladů;
- nákladové a výnosové položky se neopírají o skutečné peněžní toky – výsledný čistý zisk neobsahuje skutečnou dosaženou hotovost získanou hospodařením v daném období
- výnosy z prodeje zahrnují okamžité uhrazení v hotovosti, fakturaci a prodej odběratelům na úvěr
- do tržeb není zahrnuto inkaso plateb z prodeje, který byl realizován na úvěr v předchozím období
- náklady nemusejí být uhrazeny ve stejném období, v jakém se objeví ve výsledovce
- některé náklady nejsou hotovostním výdajem – odpisy, goodwill, patentní práva.

Z výše uvedeného plyne nutnost sestavovat výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků, ve kterém jsou náklady a výnosy transformovány do peněžních toků. Při provádění podrobnější analýzy je pak nutné přihlídnout k tomu, jaký je vztah mezi provozním hospodářským výsledkem a peněžním tokem z provozní činnosti.

### 2.3 PŘEHLED O PENĚŽNÍCH TOCÍCH

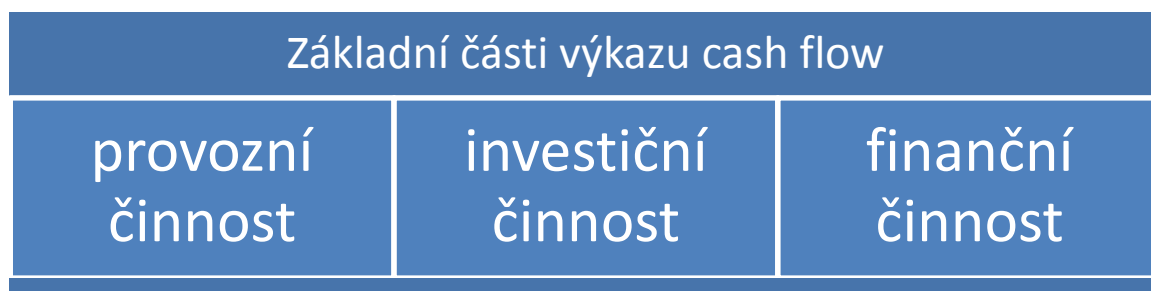
Výkaz cash flow (přehled o peněžních tocích) je účetní výkaz srovnávací bilanční formou zdroje tvorby peněžních prostředků (příjmy) s jejich užitím (výdaji) za určité období. Slouží k posouzení skutečné finanční situace. Odpovídá tedy na otázku: Kolik peněžních prostředků podnik vytvořil a k jakým účelům je použil. Tento výkaz také dokládá fakt, že zisk a peníze nejsou jedno a totéž.

V podmínkách České republiky jde o výkaz velmi mladý a velmi krátkou dobu používaný, neboť podle dostupných pramenů byl poprvé sestavován v roce 1993 nepřímou metodou. Pro firmy v České republice znamená sestavování tohoto výkazu koncipování výkazu na bázi hospodářského výsledku, který je dále upravován o operace zaznamenané v rozvaze, dále nepeněžní transakce a další operace.

Přehled o peněžních tocích podává informace o peněžních tocích v průběhu účetního období. Peněžními toky rozumíme přírůstky (příjmy) a úbytky (výdaje) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů. Za peněžní prostředky se považují peníze v hotovosti včetně cenin, peněžní prostředky na účtu včetně případného pasivního zůstatku běžného účtu a peníze na cestě. Peněžními ekvivalenty se rozumí krátkodobý likvidní majetek, který je možno s nízkými dodatečnými transakčními náklady přeměnit v předem známou peněžní částku a u tohoto majetku se nepředpokládají významné změny hodnoty v čase.

Výkaz je možno rozdělit na tři základní části: provozní činnost, investiční činnost a finanční činnost.

Schéma č. 15. Základní části výkazu cash flow



Zdroj: vlastní zpracování

Nejdůležitější částí tohoto výkazu je část týkající se **provozní činnosti**. Tato část nám umožňuje zjistit, do jaké míry hospodářský výsledek za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům a jak je produkce peněz ovlivněna změnami pracovního kapitálu a jeho složkami. Jde nám tedy o výsledky provozní činnosti, ale také změny pohledávek u odběratelů, změny závazků u dodavatelů, změny zásob a pod. Neméně důležité jsou však i druhé dvě části. **Oblast investiční** nám ukazuje nejen výdaje týkající se pořízení investičního majetku a strukturu těchto výdajů, ale také rozsah příjmů z prodeje investičního majetku, který je vykazován právě v tomto účetním výkazu. Zde už je zřejmá vzájemná provázanost jednotlivých účetních výkazů – zjistíme-li v rámci horizontální analýzy rozvahy významné změny v oblasti dlouhodobého hmotného majetku, je možné v návaznosti na výkaz cash flow a jeho analýzu, lépe interpretovat zjištěné údaje z rozvahy. Poslední oblastí je **oblast finanční**, ve které hodnotíme vnější financování, zejména tedy pohyb dlouhodobého kapitálu – splácení a přijímání dalších úvěrů, peněžní toky související s pohybem vlastního kapitálu (výplata dividend, zvyšování vlastního kapitálu apod.).

Obecně lze tedy říci, že výkaz cash flow poskytuje informace o:

- strukturu finančních zdrojů získaných podnikem v daném období;
- finančně hospodářské politice podniku v daném období, neboť ukazuje výsledek rozhodování podniku a číselné účinky rozhodovacích procesů - umožňuje posoudit schopnost dosáhnout stanovených cílů;
- strukturu užití finančních prostředků v daném období, přičemž jednotlivé formy užití mají různé důsledky na finanční pozici podniku. Lze říci, že rozhodující je délka vázanosti finančních prostředků v jednotlivých formách užití;
- změnách likvidity podniku;
- vztahu finančních zdrojů z vlastní podnikové činnosti k ostatním finančním zdrojům.

Z hlediska jevového může mít tento výkaz dvě formy: bilanční formu, která obsahuje na jedné straně tvorbu peněžních prostředků a na druhé straně jejich užití; sloupcové (retrogradní) pojetí. Cash flow se v zásadě kvantifikuje dvěma způsoby:

- přímo – pomocí sledování příjmů a výdajů podniku za dané období;
- nepřímo – pomocí transformace zisku do pohybu peněžních prostředků.

Nejčastěji se cash flow kvantifikuje nepřímým způsobem.

**Tabulka č. 5 Kvantifikace cash flow nepřímým způsobem**

Zisk po úhradě úroků a zdanění
+ odpisy
+ jiné náklady
- výnosy, které nevyvolávají pohyb peněz
<b>Cash flow ze samofinancování</b>
± změna pohledávek (+úbytek,- přírůstek)
± změna krátkodobých cenných papírů (+úbytek)
± změna zásob (+úbytek)
± změna krátkodobých závazků (+přírůstek)
<b>Cash flow z provozní činnosti</b>
± změna fixního majetku (+úbytek)
± změna nakoupených obligací a akcií (+úbytek)
<b>Cash flow z investiční činnosti</b>
± změna dlouhodobých závazků (+přírůstek)
+ přírůstek vlastního kapitálu z titulu emise akcií
- výplata dividend
<b>Cash flow z finanční činnosti</b>

*Zdroj: vlastní zpracování dle zákona o účetnictví*

Výhodou sestavování výkazu cash flow je, že není ovlivněn metodou odpisování majetku, neboť při použití rovnoměrného a zrychleného odpisování účetní jednotka vykáže stejné peněžní toky, ale hospodářský výsledek se může výrazným způsobem lišit, účetní odpisy nejsou spojeny s pohybem peněžních prostředků. Další výhodou je fakt, že tento výkaz není zkreslován systémem a vyšší časového rozlišení – ovlivňuje zejména oblast nákladů a výnosů, ale nemusí mít vliv na peněžní toky.

## 2.4 VYPOVÍDACÍ SCHOPNOST A VZÁJEMNÁ PROVÁZANOST ÚČETNÍCH VÝKAZŮ

I když základem finanční analýzy je získání co nejvěrnějšího obrazu o stavu společnosti, existují skutečnosti, které při interpretaci výsledků, mohou znamenat značná úskalí.

Schéma č. 16. Úskalí účetních výkazů

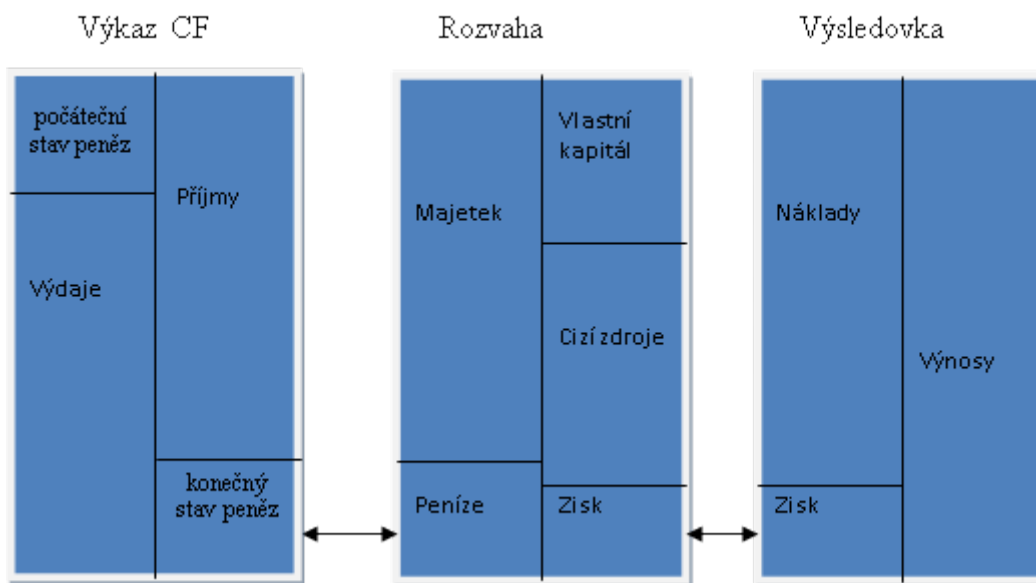


Zdroj: vlastní zpracování

**Orientace na historické účetnictví** – zde je problém zřejmý. Jde o oceňování majetku a závazků na principu historických cen, tj. cen, za něž byl majetek pořízen. Problém je však v tom, že takový způsob oceňování nebere v úvahu změny tržních cen majetku; ignoruje změny kupní síly peněžní jednotky, zkresluje výsledek hospodaření běžného roku. **Vliv inflace** je rozdílný u rozvahy a u výkazu zisku a ztráty. U rozvahy je vliv inflace rozdílný u různých položek, v podstatě však lze říci, že se at' už přímo či zprostředkovaně dotýká všech položek rozvahy. Nejzásadněji je možné vysvětlit vliv inflace např. na peněžních prostředcích a pohledávkách, u nichž je zřejmý přirozený úbytek kupní síly a následné zhoršení likvidity podniku. Nicméně vliv inflace můžeme sledovat také u dlouhodobého hmotného majetku, zejména u firem disponujících starším vybavením, u nichž je velká část dlouhodobého majetku již odepsána, což vede k vykazování obzvláště vysokého avšak nereálného zisku. Pokud zde není část zisku držena na potřeby budoucí obnovy, manažeři rozpouštějí majetkovou podstatu firmy a omezují její reprodukční schopnost. Dalším problémem je v tom, že externí uživatel výkazů nemůže objektivně posoudit budoucí finanční pozici, neboť je opomíjena současná cenová úroveň. Ve výkazu zisku a ztrát se „míchají“ náklady odvozené z historických cen (nákupní ceny prodávaného zboží, spotřeba materiálu, odpisy) s výnosy, které odpovídají běžným cenám platným v momentu realizace. Z toho by však plynulo, že je možné díky inflaci zvýšit prodejní ceny výrobků a tím zvýšit výnosy – ale vyšší prodejní ceny pouze tlumí inflační deformace ve výši nákladů, vykazovaného majetku a výši hospodářského výsledku. Problém z hlediska **časové a podnikové srovnatelnosti** může nastat s odlišnostmi vyplývajícími z rozdílné účetní politiky podniků (rozdílné odepisování, zařazování drobného hmotného majetku, oceňování zásob), odlišné aplikaci uznávaných účetních zásad a metodické odlišnosti. **Vliv nepeněžních faktorů**, které se v účetních výkazech nemohou objevit přímo, ale je nutné je vzít v úvahu (kvalita pracovní síly, firemní značka, sociální vztahy, úroveň managementu). Těmto faktorům se přikládá váha zejména v souvislosti s posuzováním investic. Zpravidla se nepeněžní faktory hodnotí samostatně jako doplňkové faktory.

Budeme-li se zabývat vzájemnou provázaností všech tří základních účetních výkazů, pak ji můžeme znázornit následujícím schématem.

Schéma č. 17. Provázanost základních účetních výkazů



Zdroj: vlastní zpracování

Osou tohoto systému je rozvaha, přičemž ostatní bilance jsou bilancemi odvozenými. Jak již bylo řečeno, rozvaha sleduje stav zdrojů financování a strukturu majetku potřebného k realizaci podnikatelské činnosti. Výkaz zisku a ztrát vysvětluje proces tvorby zisku jako přírůstku vlastního kapitálu tvořícího součást pasív a slouží k hodnocení schopnosti firmy zhodnocovat vložený kapitál. Výkaz cash flow umožňuje vysvětlení změny peněžních prostředků jako součásti aktiv, umožňuje provádět analýzu peněžních prostředků. V rámci těchto výkazů probíhají různé transakce:

- Transakce peněžně účinné, které neovlivňují zisk a jsou součástí výkazu cash flow a strany aktiv rozvahy, nezasahují do položek výkazu zisku a ztráty;
- Transakce ziskově účinné, které neovlivňují peněžní prostředky a jsou součástí rozvahy a výkazu zisku a ztráty;
- Transakce ziskově i peněžně účinné probíhající prostřednictvím všech tří výkazů;
- Transakce ziskově a peněžně neúčinné, které neovlivňují zisk ani cash flow probíhající pouze v rámci rozvahy – nejčastěji změny v majetkové struktuře.

Asi nejzásadnější význam však z hlediska analytického je vztah účetního hospodářského výsledku a peněžních toků, protože již bylo řečeno, že vykázaný hospodářský výsledek nic nevyovídá o tom, jak jsou na tom firmy z hlediska finančních prostředků. Pro hodnocení firmy tak není důležitá pouze schopnost vytvářet kladný hospodářský výsledek, ale také zajištění dostatečného množství peněžních prostředků pro běžné fungování firmy. Budeme-li zkoumat tyto dvě položky, pak můžeme dojít ke čtyřem různým situacím:

- **Hospodářský výsledek z provozní činnosti je zisk, peněžní tok z provozní činnosti je kladný.** Jednoznačně nejlepší varianta, jaká může nastat. Dá se předpokládat, že firma hospodáří vhodně se svěřenými finančními prostředky, ale i zde je samozřejmě nutná hlubší analýza, neboť každá firma má nějaké slabé stránky hospodaření, které musí být korigovány.
- **Hospodářský výsledek z provozní činnosti je zisk, peněžní tok z provozní činnosti je záporný.** Z výsledku vyplývá, že firma neinkasuje dostatečně rychle finanční prostředky. Podnik může v takovéto situaci mít problémy se zajištěním dostatečného



množství finančních prostředků pro běžný chod podniku, což potenciálně ohrozí i ziskovost podniku.

- **Hospodářský výsledek z provozní činnosti je ztráta, peněžní tok z provozní činnosti je kladný.** Tato situace naznačuje neschopnost managementu dostatečným způsobem zhodnocovat vložený kapitál a signalizuje to také budoucí možné problémy v hospodaření firmy (neochota investorů vstupovat do firmy, která nezajistí zhodnocení finančních prostředků).
- **Hospodářský výsledek z provozní činnosti je ztráta, peněžní tok z provozní činnosti je záporný.** Tato situace je nejnepříznivější, neboť oba výkazy signalizují problémy v hospodářské situaci podniku. Z dlouhodobého hlediska je jednoznačně tato firma dlouhodobě neudržitelná.

#### SHRNUTÍ INFORMAČNÍCH ZDROJŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Úspěšnost a kvalita finanční analýzy do značné míry závisí na použitých vstupních informacích. Použité vstupní informace by měly být nejen kvalitní, ale také komplexní, aby byla podchycena pokud možno všechna data, která by mohla jakýmkoliv způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví firmy.

Nejdůležitějším zdrojem informací pro zpracování finanční analýzy jsou základní účetní výkazy: rozvaha, výsledovka a výkaz cash flow. **Rozvaha** je účetním výkazem, který zachycuje bilanční formou stav hospodářských prostředků (aktiva) a zdrojů jejich financování (pasíva) vždy k určitému datu. **Výkaz zisku a ztráty** je písemný přehled o výnosech, nákladech a hospodářském výsledku za určité období. Zachycuje tedy pohyb výnosů a nákladů (*!nikoliv pohyb příjmů a výdajů!*).

Ve výkazu cash flow se zachycují příjmy peněz a jejich výdaje podle uskutečněných hospodářských operací. Patří k nejdůležitějším z hlediska posouzení rizik financování. Ve finančních analýzách je výkaz cash flow využíván pro zjištění potřeby financování, k hodnocení platební schopnosti a řízení likvidity. Analýza peněžních toků si klade za cíl zachytit případné platební potíže a ohodnotit finanční situaci firmy. Z hlediska analytického je také potřeba věnovat pozornost vztahu provozního hospodářského výsledku a provozní cash flow.

#### KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 2

1. Co je to rozvaha a jak je možné ji členit.
2. Co je to výsledovka?
3. Jaký je rozdíl mezi pojmy „výnosy a náklady“ a „příjmy a výdaje“?
4. Co je to vertikální a horizontální rozbor základních účetních výkazů.
5. Jak mohou výsledky vertikálního a horizontálního rozboru ovlivnit další postup při zpracovávání finanční analýzy?
6. O čem vypovídá výkaz cash flow.
7. V čem se odlišují jednotlivé metody sestavování výkazu cash flow.
8. Která z oblastí výkazu cash flow má rozhodující význam při interní finanční analýze a proč.
9. Čemu je podřízeno vymezení obsahu poměrového ukazatele cash flow.

### 3 TEORETICKÁ VÝCHODISKA METOD FINANČNÍ ANALÝZY

V rámci finanční analýzy existuje celá řada metod, které je možno s úspěchem aplikovat. Z metodologického hlediska je však potřeba si uvědomit, že při realizaci finanční analýzy musíme dbát na přiměřenost volby metod analýzy. Volba metody musí být učiněna s ohledem na:

- **ÚČELNOST** – to znamená, že musí odpovídat předem zadanému cíli. Na jednoduché otázky hledáme odpovědi na jednoduchých prostředcích analýzy. Neznamena to však, že budeme poskytovat dogmatické odpovědi. Je potřeba mít stále na paměti, že ne pro každou firmu se hodí stejná soustava ukazatelů či jedna konkrétní metoda. Interpretace musí být provedena citlivě, ale s důrazem na možná rizika;
- **NÁKLADNOST** – analýza potřebuje čas a kvalifikovanou práci, což s sebou nese celou řadu nákladů, které by však měly být přiměřené návratnosti takto vynaložených nákladů, hloubka a rozsah analýzy musí odpovídat očekávanému ohodnocení rizik spojených s rozhodováním;
- **SPOLEHLIVOST** – tu nelze zvýšit rozšířením množství srovnávaných podniků (neboť i zde máme omezené spektrum skutečně srovnatelných firem), ale kvalitnějším využitím všech dostupných dat.

Každá použitá metoda nejenže musí mít vždy zpětnou vazbu na cíl, který má splnit, ale zároveň by u každého analytika či analytické společnosti měla fungovat minimálně sebekontrola toho, zda skutečně použitá metoda nejlépe odpovídá vytýčenému cíli. Obecně platí: Čím lepší metody, tím spolehlivější závěry, tím nižší riziko a tím vyšší naděje na úspěch.

Kromě vlastní volby přiměřené metody finanční analýzy je důležité si uvědomit, pro koho jsou výsledky určeny a tomu přizpůsobit výslednou prezentaci. Zadavatel analýzy nezkoumá, jak se k výsledkům došlo, ale co výsledky mohou znamenat pro firmu. Pro tyto účely je také nezbytně nutná vizualizace, která umožní snazší orientaci ve výsledcích, ale i ve slovních komentářích použitých metod.

Základem různých metod finanční analýzy jsou finanční ukazatele. Finanční ukazatele jsou obvykle vymezovány jako formalizované zobrazení hospodářských procesů. Finančním ukazatelem budeme také rozumět číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku. Ukazatele přímo převzaté z účetních výkazů jsou vyjádřeny v peněžních jednotkách, ale aritmetickými operacemi můžeme získat výsledek i v jiných jednotkách jako například jednotkách času, v procentech. Existuje celá řada ukazatelů, které v rámci finanční analýzy fungují, a existuje také celá řada kritérií pro jejich členění. Volba typu ukazatele je dána účelem a cílem finanční analýzy, který je zpravidla dán podnikatelským záměrem a okolnostmi, za jakých je záměr zpracován.

V ekonomii se obvykle rozlišují dva přístupy k hodnocení ekonomických procesů. Jsou jimi: fundamentální analýza a analýza technická. Fundamentální analýza je založena na znalostech a vzájemných souvislostech mezi ekonomickými a mimoekonomickými procesy. Opírá se o značné množství informací a odvozuje závěry zpravidla bez algoritmizovaných postupů. Naproti tomu technická analýza využívá matematické, matematicko-statistické a další algoritmizované metody ke kvantitativnímu zpracování dat a následnému posouzení výsledků z ekonomického hlediska. Je však zřejmé, že oba přístupy jsou si poměrně blízké, protože hodnocení výsledků technické analýzy by bylo velmi obtížné bez „fundamentálních“ znalostí ekonomických procesů.

Z výše uvedeného vyplývá, že finanční analýzu je možno zařadit do kategorie technické analýzy. Finanční analýza využívá v zásadě dvě skupiny metod: a to metody elementární a metody vyšší.

### 3.1 ELEMENTÁRNÍ METODY

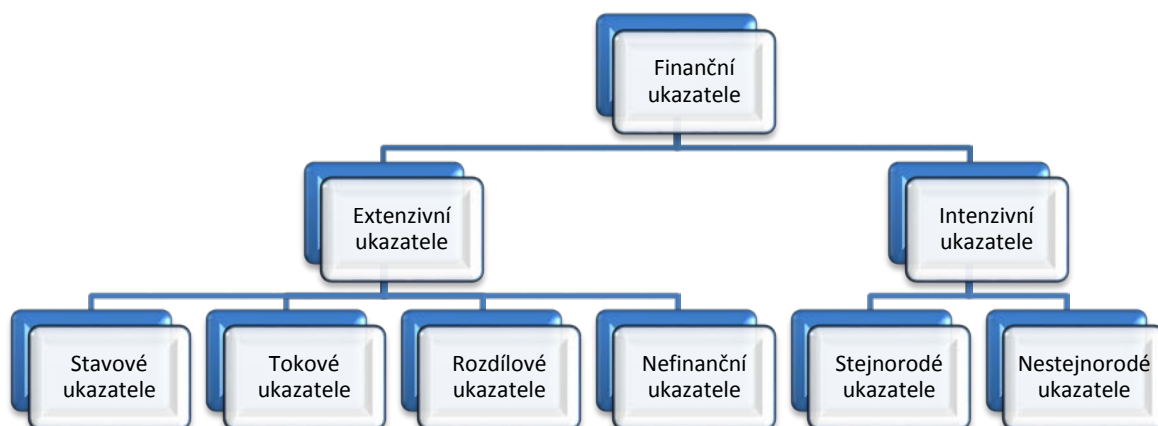
Finanční analýza pracuje s ukazateli, kterými jsou buď položky účetních výkazů a údaje z dalších zdrojů, nebo čísla, která jsou z nich odvozená. Je nutné si ještě uvědomit, že u finančních analýz sehrává nejdůležitější roli časové hledisko. Je proto důležité rozlišování stavových a tokových veličin. Stavové veličiny jsou veličiny, které se vztahují k určitému časovému okamžiku, tokové se pak vztahují k určitému časovému intervalu. Kromě toho je potřeba si uvědomit, že z hlediska analytického je důležité vytváření časových řad, neboť jen kvalitně vedená časová řada, resp. hodnocení založené na této řadě může dát objektivní výsledky. Čím bude kratší doba, za kterou firmu posuzujeme, a čím méně informací budeme mít, tím více nepřesností se může při interpretaci výsledků objevit.

Standardním členěním ukazatelů je členění na: ukazatele absolutní, rozdílové a poměrové, resp. i ukazatele speciální. K jednotlivým skupinám ukazatelů je možné říct následující:

- **ROZDÍLY** - které se vypočítávají zpravidla jako rozdíl určité položky aktiv s určitou položkou pasiv - tj. např. fondy finančních prostředků, nebo čistý pracovní kapitál;
- **POMĚRY** - tvoří nejpočetnější skupinu ukazatelů a jsou definovány jako podíl dvou ukazatelů. Jeho hodnota pak vyjadřuje velikost ukazatele v čitateli na jednotku ukazatele ve jmenovateli. Pomocí poměrů se provádějí různá časová srovnání, průřezové a srovnávací analýzy apod. Někdy také slouží jako základ pro regresní a korelační metody. Seskupením takovýchto ukazatelů vznikají řetězce (tzv. soustavy paralelně řazených ukazatelů), které mohou mít vlastní ekonomickou interpretaci. U takovýchto uskupení nejsou jednotlivé skupiny spojeny formálními matematickými vazbami. Dále jsou vytvářeny pyramidové soustavy ukazatelů, které se vyznačují formalizací vztahů mezi jednotlivými podílovými ukazateli realizovanou základními matematickými operacemi.
- **SPECIÁLNÍ UKAZATELE A UKAZATELE PRUŽNOSTI (ELASTICITY)** - zde se jedná o poměry relativních přírůstků, přičemž v čitateli je relativní přírůstek závislé veličiny. Elasticita vyjadřuje, o kolik procent se zamění závislá veličina, změní-li se veličina nezávislá o 1%.

Jiným druhem členění, v současnosti však daleko více používaným, je členění ukazatelů na extenzivní (objemové) a intenzivní (relativní). V každé kategorii pak existuje ještě podrobnější členění tak, jak ukazuje schéma.

Schéma č. 18. Členění finančních ukazatelů



Zdroj: vlastní zpracování

## DEFINICE 5

**EXTENZIVNÍ UKAZATELE** jsou nositeli informací o rozsahu či objemu analyzované položky a představují kvantitu v přirozených (objemových) jednotkách, tzn. že v případě analýzy základních účetních výkazů jde o kvantitu v peněžních jednotkách. Do kategorie extenzivních ukazatelů patří: stavové, rozdílové, tokové a nefinanční ukazatele.

**Stavové veličiny** jsou odrazem základního úkolu účetnictví, tzn. zachycovat stav majetku a zdrojů jeho krytí vždy ke zvolenému časovému okamžiku. Tyto veličiny vlastně tvoří základ pro vyjádření všech ostatních druhů ukazatelů. Jde nám zejména o položky rozvahy. **Rozdílové ukazatele** představují rozdíl stavu určitých skupin aktiv či pasív vztahených vždy k témuž okamžiku. Typickým představitelem rozdílového ukazatele je čistý pracovní kapitál – rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými závazky. **Tokové ukazatele** informují o změně extenzivních ukazatelů, k níž došlo za určitou dobu. Typickým tokovým ukazatelem, jak již bylo řečeno, je zisk, který představuje rozdíl mezi výnosy a náklady. **Nefinanční ukazatele** jsou nezbytnou součástí analýzy, přičemž u nich se nevychází z údajů získaných ze základních účetních výkazů, ale spíše z údajů vnitropodnikového účetnictví. Do této kategorie bychom mohli zařadit počet zaměstnanců, množství výrobků či zásob v naturálních jednotkách, spotřeba energie, produktivita práce apod.

## DEFINICE 6

**INTENZIVNÍ UKAZATELE** charakterizují míru, v jaké jsou extenzivní ukazatele podnikem využívány a jak silně či rychle se mění. Jde tedy zpravidla o podíly dvou extenzivních, popř. tokových ukazatelů.

Rozlišujeme stejnorodé intenzivní ukazatele a nestejnorodé intenzivní ukazatele. **Stejnorodé intenzivní ukazatele** jsou poměry extenzivních ukazatelů, které jsou vyjádřeny ve stejných jednotkách. V rámci těchto ukazatelů ještě rozlišujeme procentní ukazatele – které vyjadřují v procentech poměrnou změnu extenzivního ukazatele poměřovanou jiným extenzivním ukazatelem; a vztahové ukazatele – které jsou poměry dvou stavových ukazatelů vztahených k témuž časovému okamžiku. **Nestejnorodé intenzivní ukazatele** jsou poměrem dvou ukazatelů vyjádřených v různých jednotkách. K typickým příkladům patří obrátové a rychlostní ukazatele v kategorii ukazatelů aktivity.

Důvodem pro časté využívání intenzivních ukazatelů je fakt, že umožňují provádět **analýzu časového vývoje finanční situace** dané firmy – používáme-li v delším časovém horizontu stále stejnou metodu finanční analýzy, vytváříme časovou řadu, která nám umožní lépe se orientovat v situaci firmy. Můžeme vidět, zda je vývoj finanční situace vyvážený či nikoliv, zda jsou ukazatele, které vykazují výkyvy apod. Dalším důvodem pro preferenci intenzivních ukazatelů je fakt, že jsou **vhodným nástrojem průřezové analýzy**, tj. porovnání finanční situace firmy s finanční situací podobných firem. Opět používáme stejnou metodu pro hodnocení jako pro dílčí podnik, ale tentokrát pro více firem, což nám lépe umožní srovnání než v případě, že bychom využili výsledky, které nám poskytne firma například ve výroční zprávě, důvodem pro lepší srovnání je zejména fakt, že konstrukce ukazatelů se může lišit a vypovídací schopnost údajů může být rozdílná. V neposlední řadě mohou být intenzivní ukazatele **vstupním údajem matematických modelů**, které umožňují popsat závislosti mezi jevy, klasifikovat stavy, hodnotit rizika i předpovídat budoucí vývoj.

ELEMENTÁRNÍ METODY lze členit do několika skupin, které však jako celek ve svém důsledku znamenají komplexní finanční rozbor hospodaření podniku. Pro přehlednost je opět členění nejprve uvedeno ve schématu a následně stručně popsáno.

Schéma č. 19. Struktura elementárních metod finanční analýzy

Elementární metody	Analýza absolutních ukazatelů	Horizontální analýza
		Vertikální analýza
	Analýza rozdílových a tokových ukazatelů	Analýza fondů
		Analýza cash flow
	Přímá analýza intenzivních ukazatelů	ukazatele likvidity
		ukazatele rentability
		ukazatele aktivit
		ukazatele zadluženosti
		ukazatele kapitálového trhu
	Analýza soustav ukazatelů	Pyramidové rozklady
		Účelově sestavené modely

Zdroj: vlastní zpracování

**Analýza absolutních ukazatelů** v sobě nese dvě úrovně. Analýza trendů (horizontální analýza) se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Zde je potřeba připomenout nutnost tvorby dostatečně dlouhých časových řad, neboť precizně vedené časové řady mohou znamenat méně nepřesností z hlediska interpretace výsledků propočtu. Analytik by měl rovněž při hodnocení firmy brát v úvahu prostředí, ve kterém funguje firma. Procentní rozbor (vertikální analýza) se zabývá vnitřní strukturou absolutních ukazatelů, někdy nazývaná jako analýza komponent, usnadňuje srovnatelnost účetních výkazů s předchozím obdobím a ve své podstatě také usnadňuje komparaci analyzovaného podniku s jinými firmami v tomtéž oboru podnikání. Posuzujeme při něm jak strukturu aktiv, tak strukturu pasív. Struktura aktiv má za úkol informovat o tom, do čeho firma investovala svěřený kapitál a do jaké míry při investičním procesu byla zohledňována výnosnost (zde platí, že dlouhodobější položky představují výnosnější aktivum, než položky krátkodobé). Zajištění vhodného poměru mezi stálými aktivy a aktivy oběžnými by mělo být dáno předmětem podnikání dané společnosti

a také nutností zajistit potřebnou likviditu (již zde je patrné, že procentní rozbor je základem pro další podrobnější analýzu jednotlivých položek). Struktura pasív nám ukazuje, z jakých zdrojů byl majetek pořízen. S tím souvisí již zmiňovaná skutečnost, že obecně je levnější financování cizí a krátkodobé. Platí zde, že čím delší je doba splatnosti zdroje, tím je dražší. Mezi poměrně drahý způsob financování patří financování z vlastních zdrojů. Podnik by proto měl vhodným způsobem diverzifikovat (rozložit) finanční zdroje, protože takto bude také omezovat finanční riziko.

Stejně tak **analýza rozdílových a tokových ukazatelů** v sobě nese dvě úrovně. Analýzu fondů finančních prostředků – už zmiňovaný čistý pracovní kapitál sloužící k určení optimální výše každé položky oběžných aktiv a stanovení jejich celkové přiměřené výše, ale také vhodný způsob financování oběžných aktiv. A analýzu cash flow, jejímž záměrem je vyjádřit a poměřit vnitřní finanční sílu podniku, tj. schopnost vytvářet z vlastní hospodářské činnosti přebytky použitelné k financování existenčně důležitých potřeb - úhrada závazků, výplata dividend či financování investic.

**Přímá analýza intenzivních ukazatelů** (poměrová analýza) patří k nejpoužívanějším metodám finanční analýzy a do této kategorie patří hodnocení rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatelů kapitálového trhu. Ukazatele rentability poměřují zisk s jinými veličinami, aby se zhodnotila úspěšnost při dosahování podnikových cílů. Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Je vlastně formou vyjádření míry zisku, která je hlavním kritériem alokace kapitálu. Je potřeba si uvědomit si, že dlouhodobě existuje velmi silná vazba mezi rentabilitou a likviditou. Aktivita měří efektivnost podnikatelské činnosti a využití zdrojů podle rychlosti obratu vybraných položek rozvahy; jejich rozbor má sloužit k hledání odpovědi na otázku, jak hospodaříme s aktivy a jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Zadlužeností se posuzuje finanční struktura firmy z dlouhodobého hlediska. Slouží jako indikátor výše rizika, které firma podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů. Zároveň slouží jako míra schopnosti firmy znásobit své zisky využitím vlastního kapitálu. Likvidita odhaluje schopnost podniku splácet krátkodobé závazky, neboť trvalá platební schopnost je jednou ze základních podmínek úspěšné existence podniku. Ukazatele kapitálového trhu se zabývají hodnocením činnosti z hlediska zájmů současných a budoucích akcionářů. Tato skupina se od předchozích 4 skupin ukazatelů poněkud liší. Zatímco předchozí vycházely z údajů základních účetních výkazů, tato skupina považuje za základní informaci tržní cenu akcie, jako parametr kapitálového trhu. Některé z těchto ukazatelů jsou běžnou součástí kurzovního lístku, např. P/E. Všechny ukazatele budou vysvětleny v rámci kapitoly Poměrová analýza.

Podstatou **soustavy ukazatelů** finanční analýzy je z formálního hlediska sestavení jednoduchého modelu, jež zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Model pak vytváří souhrn ukazatelů, které lze postupně rozkládat na další dílčí ukazatele až k detailům. Model, resp. funkční model, má tři základní funkce:

- vysvětlit vliv změny jednoho nebo více ukazatelů na celé hospodaření firmy
- ulehčit a zpřehlednit analýzu dosavadního vývoje podniku
- poskytnout podklady pro výběr rozhodnutí z hlediska firemních či externích cílů

**Soustavy** jsou sestavovány proto, že každý z ukazatelů hodnotí stav podniku nebo jeho vývoj jediným číslem, ale ekonomický proces má mnoho vlastností a proto jakýkoliv zásah do procesu vyvolá nejen požadovaný účinek, ale i řadu jiných důsledků. Patří zde pyramidové soustavy a účelově vybrané ukazatele. Pyramida názorně vystihuje postupné rozšiřování počtu dílčích ukazatelů v podrobnějších rozkladech. Pro rozklad se využívají dva hlavní postupy: aditivní (výchozí ukazatel se rozkládá do součtu nebo rozdílu dvou a více dalších ukazatelů) nebo multiplikativní (výchozí ukazatel se představuje jako součin nebo

podíl dvou či více ukazatelů – řetězové dosazování, logaritmická metoda, funkcionální metoda. Typickým představitelem pyramidového rozkladu je DuPont rozklad. Metody účelově vybraných ukazatelů mají společností přiřadit jeden výsledný hodnotící koeficient. Do této kategorie patří: bonitní modely – jsou založeny na teoretických poznacích a umožňují posuzovat firmy s větším souborem podnikatelských subjektů, resp. s oborovými výsledky, jsou závislé na množství dat o výsledcích v daném oboru, výhodou těchto modelů je možnost stanovení pozice v oboru; bankrotní modely – mají informovat o možnosti hrozícího bankrotu v blízké budoucnosti a vychází z předpokladu, že ve firmě dochází již několik let před úpadkem k určitým anomáliím, které signalizují budoucí problémy.

### 3.2 VYŠŠÍ METODY FINANČNÍ ANALÝZY

Vyšší metody finanční analýzy nepatří k metodám univerzálním. Použití těchto metod je závislé na hlubších znalostech matematické statistiky, ale také hlubších teoretických i praktických ekonomických znalostech. K aplikaci těchto metod je zapotřebí zejména kvalitní softwarové vybavení. Tyto metody nejsou používány běžně. Použití těchto metod totiž do značné míry závisí na dostupnosti údajů a tím i naplňování modelů požadovanými daty. Těmito metodami se zpravidla zabývají specializované firmy. Vyšší metody finanční analýzy se zpravidla dělí do dvou kategorií: matematicko-statistické metody a nestatistické metody.

**Matematicko-statistické metody** se poměrně často využívají, ale nelze říci, že by měly univerzální použití a jejich výsledky je potřeba konfrontovat s ekonomickými úvahami. Nejvyužívanější metody jsou např. bodové odhady, jejichž podstatou je nalezení objektu s minimálními (žádoucí pokles), či maximálními (žádoucí růst) hodnotami – tento objekt ohodnocen 100 body - ostatní v poměru k tomuto objektu. Výhodou této metody je jednoduchost. Statistické testy odlehých dat se využívají k ověření, zda „krajní“ nebo mezní hodnoty ukazatelů ještě patří do zkoumaného souboru. Empirické distribuční funkce slouží k orientačnímu odhadu pravděpodobnosti výskytu jednotlivých hodnot ukazatelů.

Korelační koeficienty slouží k posouzení vzájemné závislosti ukazatelů, posouzení hloubky paměti v časové řadě ukazatelů, k přípravě regresních a autoregresních modelů ukazatelů. Regresní modelování – je určeno ke zhodnocení vzájemných závislostí mezi dvěma či více ukazateli, k rozčlenění ukazatelů podle jejich vlivu na výsledek a k posouzení možných důsledků různých zásahů a rozhodnutí na změnu v modelu. Autoregresní modelování se využívá k posouzení dynamiky ekonomického systému a k prognózování. Analýza rozptylu slouží k výběru ukazatelů, které mají rozhodující vliv na požadovaný výsledek. Faktorová analýza je vhodná ke zjednodušení závislostní struktury ukazatelů. Diskriminační analýza slouží ke stanovení významných příznaků finanční tísně a nebezpečí finančního zhroutení podniku.

Kromě této skupiny lze v kategorii vyšších metod finanční analýzy hovořit ještě o jedné skupině a to o **nestatistických metodách**. Z nich k neznámějším patří metody založené na teorii fuzzy množin, kde je tzv. „černobílá-ano/ne“ příslušnost k určité množině nahrazena nabídkou bohatšího výběru stupně příslušnosti od zcela určitého ne k úplnému ano postupně. Rozhodnutí zůstává na uživateli teorie. S finanční analýzou to souvisí tak, že určíme množinu dobrých podniků – určíme kritéria, který podnik do takovéto množiny patří a který je nutno odmítnout. Metody založené na alternativní teorii množin je myšlenka ryze česká (dílo prof. Vopěnky), jde o rozpracování specifické verze matematické statistiky. Metody formální matematické logiky – i zde existuje česká metoda pod zkratkou GUHA (metoda automatického generování logických hypotéz) – tato metoda hledá možné souvislosti i vzájemné závislosti, hodnotí a připravuje nabídku pro další zúžené a hlubší zkoumání. Využití ve finanční analýze – mezistupeň mezi soustavou ukazatelů a volbou struktury modelů. Expertní systémy jsou založeny na vytvoření báze znalostí o určité skupině jevů

a expertních soudů o konkrétních jevech. Využití ve finanční analýze lze spatřovat v posuzování finanční a hospodářské situace podniku jako podpory řadového manažera, analytika či auditora. Metody fraktální geometrie se využívají při zkoumání dynamiky trhů. Neuronové sítě, které jsou založeny na snaze o napodobování podmíněných reflexů živých organismů u počítačových programů, se z hlediska finanční analýzy využívají při předpovídání vývoje měnových kurzů, pohybu kapitálových trhů apod.

#### SHRNUTÍ TEORETICKÝCH VÝCHODISEK METOD FINANČNÍ ANALÝZY

Při realizaci finanční analýzy je nutno vždy přihlížet k tomu, aby volba metody finanční analýzy byla účelná, spolehlivá a v neposlední řadě, aby byla přiměřená z hlediska nákladů. Ve finanční analýze se můžeme setkat se dvěma stupni analýz: jednodušší **elementární metody** finanční analýzy zahrnující analýzu stavových ukazatelů, analýzu rozdílových a tokových ukazatelů, přímou analýzu intenzivních ukazatelů a analýzu soustav ukazatelů; a složitější **vyšší metody** finanční analýzy zahrnující matematicko-statistické metody a nestatistické metody.

Při analýze stavových ukazatelů je velká pozornost věnována kapitálové struktuře společnosti, neboť její struktura má souvislost i s dalšími ukazateli finanční analýzy. Přímá analýza intenzivních ukazatelů (poměrová analýza), patří k nejpoužívanějším metodám finanční analýzy. V rámci ní analyzujeme ukazatele likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti, kapitálového trhu a ukazatele cash flow. Podstatou soustavy poměrových ukazatelů finanční analýzy je z formálního hlediska sestavení jednoduchého modelu, jež zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu.

#### KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 3

1. Jaké znáte elementární metody technické analýzy a jaké metody vyšší finanční analýzy.
2. Proč je podle vašeho názoru při používání finanční analýzy dáván obvykle největší prostor intenzivním (relativním) ukazatelům.
3. Jaká je podle vás pozice rozdílových ukazatelů a v čem mohou být podle vás při celkové analýze přínosné.
4. Považujete za důležité vypracování horizontálního a vertikálního rozboru? Proč.
5. Jakou roli z vašeho hlediska mohou sehrát při celkovém hodnocení finančního zdraví podniku souhrnné indexy hodnocení. Proč mohou být soustavy ukazatelů důležité?



## 4 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ

### 4.1 ZADÁNÍ PŘÍKLADU A POSTUP PŘI APLIKACI

#### 4.1.1 ZADÁNÍ MODELOVÉHO PŘÍKLADU

V rámci praktické aplikace jednotlivých metod finanční analýzy bude provedena finanční analýza fiktivní<sup>2</sup> potravinářské společnosti PAPAM v letech -4 – -1, která se zabývá výrobou potravin a koření a která v tomto období procházela modernizací (část finančních prostředků musela investovat do modernizace). Jedná se o společnost s ručením omezeným, proto nebude možno provést některé analýzy, zejména pak ukazatelů kapitálového trhu. Je to firma, která již delší dobu na trhu funguje a doposud nevykazovala žádné významnější problémy. Zároveň je možné konstatovat, že se jedná o firmu střední velikosti, která je součástí nadnárodní korporace, s významným obchodem i směrem do zahraničí, s vlastní dceřinou společností. K dispozici máme všechny výkazy (rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích) za rok -4 až -1<sup>3</sup>.

#### PAMATUJTE

Pamatujte, že čím kratší máte k dispozici časovou řadu, tím méně přesné budou výsledky, ale také tím méně přesná může být prognóza budoucího vývoje, která by měla z analýzy vyplynout. Delší časová řada lépe vypovídá o skutečné situaci společnosti.

V přílohách č. 1 – 4 máte uvedeny základní účetní výkazy této firmy s výsledky hospodaření za dané účetní období. U rozvahy máte uveden propočet horizontální a vertikální analýzy. U výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow je uvedena horizontální analýza. U těchto výkazů je samozřejmě možná i vertikální analýza, nicméně vyjadřování je již komplikovanější a v praxi se tolik nepoužívá. Výjimkou by mohlo být vyjádření podílu nákladů na celkových tržbách, které se využívá při finančním plánování. V dalším textu již budou pouze graficky znázorněny nejdůležitější části analýzy (tedy ty části, které se nejzásadnějším způsobem mohou promítnout do hospodaření firmy) a bude provedena slovní interpretace napočítaných výsledků. Všechny tyto části by měla mít i finanční analýza, kterou budete předkládat jako semestrální práci.

#### 4.1.2 POSTUP PŘI PRAKTICKÉ APLIKACI FINANČNÍ ANALÝZY ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ

Jak již bylo řečeno, analýza absolutních ukazatelů obsahuje procentní rozbor a analýzu trendů. Zpracování těchto metod by mělo zdůraznit problémové oblasti, na které je potřeba zaměřit svou pozornost. Nikdy však na firmě nehledáme jen chyby. Mějme na paměti, že každá pochvala motivuje k práci, takže hledáme jak slabé, tak i silné stránky, které nám pomohou slabé stránky eliminovat. Budeme-li mít ukončenu interpretaci výsledků v rámci firmy, je vhodné ji pro komplexnost výsledků doplnit o srovnání s oborovými hodnotami.

Pamatujte také, že každé vaše tvrzení musí být doloženo také zdůvodněním toho, co vás vedlo právě k tomuto závěru. Vždy také berte ohled na to, kdo je cílovou skupinou vaší analýzy. V průběhu praktické aplikace a také z teoretických znalostí uvidíte, že jedna a tatáž

<sup>2</sup> Jedná se sice o fiktivní firmu, ale její výkazy vychází z existující společnosti, jejíž výkazy byly matematicky pozměněny.

<sup>3</sup> Vzhledem k zachování nadčasovosti studijního materiálu, jsou použita označení let -4 až -1. Za -1 budeme vždy považovat nejbližší předchozí období a analogicky pak budou stanovena další léta. Při prezentaci vlastní práce dbejte na to, aby byly správné časové údaje umístěny všude, kde je to třeba (tedy včetně grafů).

položka může být podle cílové skupiny interpretována různě. Také proto nebude tato analýza orientována pouze na jednu cílovou skupinu, ale budou uvedeny nejdůležitější náhledy na analyzovanou problematiku. V praxi je rovněž běžné, že se nepoužívají všechny metody najednou, naopak se velmi striktně sleduje účel, pro který je finanční analýza sestavována. Důvodem tohoto striktního cílení je především fakt, že jakkoliv nám při zpracování pomáhá technika a propočty mohou být velmi rychlé, interpretace je možná jen díky hlubším znalostem analytika. To také vede ke zdražení analýzy a náklady na analýzu musí být přiměřené účelu. Máme-li však kompletně pochopit elementární metody, využijeme je všechny.

## PAMATUJTE

Každá firma je jedinečná a ne vždy přináší komparace s oborovými hodnotami dokonalé srovnání. Nikdy nezapomínejme vyvodit ze slovního komentáře závěry, ze kterých vyústí doporučení. Doporučení by se mělo týkat dalšího postupu v analýze, případně v dalším plánu finančního hospodaření společnosti.

## 4.2 HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

Horizontální analýza firmy hledá odpověď na otázky: o kolik se změnilly jednotlivé položky finančních výkazů v čase anebo o kolik % se změnilly jednotlivé položky v čase. Procentuální vyjádření je výhodnější v okamžiku, kdy hodláme uskutečnit rozbor podrobit hlubšímu zkoumání – tedy oborovému srovnání, navíc procentní vyjádření nám umožní rychlejší orientaci v číslech.

Vyjádření v absolutních číslech však nezavrhuje, neboť nám umožní objektivnější pohled na jednotlivé položky z hlediska jejich absolutní důležitosti zejména na úrovni firmy. Jak již bylo řečeno, rozbor může být zpracován buď v meziročním srovnání jako řetězový index, nebo může být uskutečněno srovnání s výchozím obdobím pomocí bazického indexu. Cílem horizontální analýzy je však v obou případech absolutně i relativně změřit intenzitu změn jednotlivých položek.

V praxi je běžnější využití řetězových indexů, neboť meziroční srovnání má vyšší vypovídací schopnost. Při absolutním vyjádření, které pracuje s hodnotami v peněžním vyjádření, postupujeme takto:

absolutní změna = hodnota ve stávajícím období (t) - hodnota v období předchozím (t-1)

Budeme-li chtít změnu vyjádřit procentuálně, což jsme ohodnotili jako přehlednější, postupujeme podle následujícího vzorce:

$$\text{Relativní vyjádření} = \frac{\text{hodnota období } t - \text{hodnota období } (t - 1)}{\text{hodnota } (t - 1)} * 100$$

Na tomto místě je nutné podotknout, že interpretace může mít celou řadu variant, neboť co hlava to názor, a dá se předpokládat, že ne vždy musí panovat shoda v názorech na analyzovanou problematiku. Je nutno však mít na paměti, že rozhodně není vhodné vytvářet kategorické soudy a každý názor je nutno podložit argumentem, který by jej podpořil. Navíc budeme postupovat od širších souvislostí k jednotlivým částem, takže interpretace by měla pokud možno vyústit do jasně deklarovaného následného postupu. Neberte tedy následující analýzu jako dogma. Variant skutečně může být víc!

## PAMATUJTE

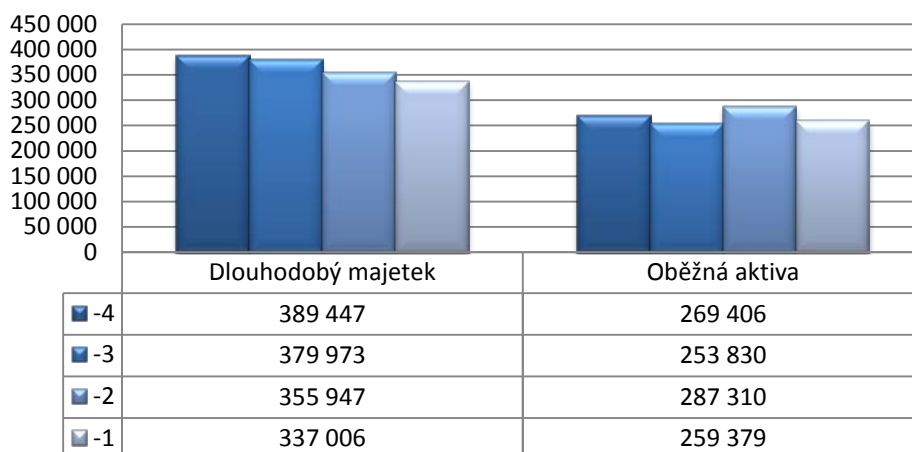
Má-li být provedena kvalitní finanční analýza finančního hospodaření firmy, je potřeba zahrnout dostatečné množství informací. Dostatečné je takové množství informací, které umožní analytikovi objektivní posouzení skutečného finančního hospodaření a zároveň zůstane natolik přehledné, že nebude docházet ke zkreslení situace právě z důvodu nepřehlednosti nebo spíše předimenzovanosti informací. Méně může někdy znamenat více.

Při interpretaci začneme tak, že u horizontální analýzy si v rámci vypočítaných výsledků zvýrazníme hodnoty, které se změnila nejvýraznějším způsobem. Jsou nejdůležitější proto, že jejich změna pravděpodobně nejzásadněji zasáhla do výsledků firmy. Budete-li analýzu provádět, zjistíte, že položek, které se výrazným způsobem změnila, může být velmi mnoho. Interpretace by pak mohla být velmi nepřehledná. V takovém případě vyberete položky, které v absolutním vyjádření mají zásadnější význam (například položky ostatních aktiv bývají z hlediska absolutního vyjádření méně významnou položkou než oběžná aktiva). Každou takovou zásadní změnu pak komentujete slovně s ohledem na vztahy k hospodaření firmy.

Z hlediska prezentace výsledků horizontální analýzy je nejvýhodnější pravděpodobně sloupcový graf, který nám pomůže vystihnout dynamiku změn ve sledovaných letech. Na první pohled je zde zřejmé, jak se jednotlivé položky vyvíjely, přidaná tabulka pomůže orientovat se v absolutních částkách. Za všech okolností však dbáme na to, aby všechny položky byly čitelné nejen v číselném vyjádření, ale také ve vyjádření grafickém. Musí být na první pohled jasné, která období a které položky jsou analyzovány, a jaké jsou jejich hodnoty. Při volbě typu grafu je velká tendence volit 3D vizualizaci. Tento způsob lze však doporučit pouze v případě, že nebudeme pracovat s hodnotami těsně kolem nuly. V tomto případě totiž není na první pohled zřejmé, zda se jedná o hodnoty kladné či záporné.

### HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Graf č. 1 Horizontální analýza strany aktiv společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Z grafu je patrné, že v průběhu let měl **dlouhodobý majetek** mírně klesající tendenci. Nejdůležitější je z toho pohledu pokles v dlouhodobém finančním majetku.

Tabulka č. 6 Horizontální analýza rozvahy společnosti Papam – strana aktiv

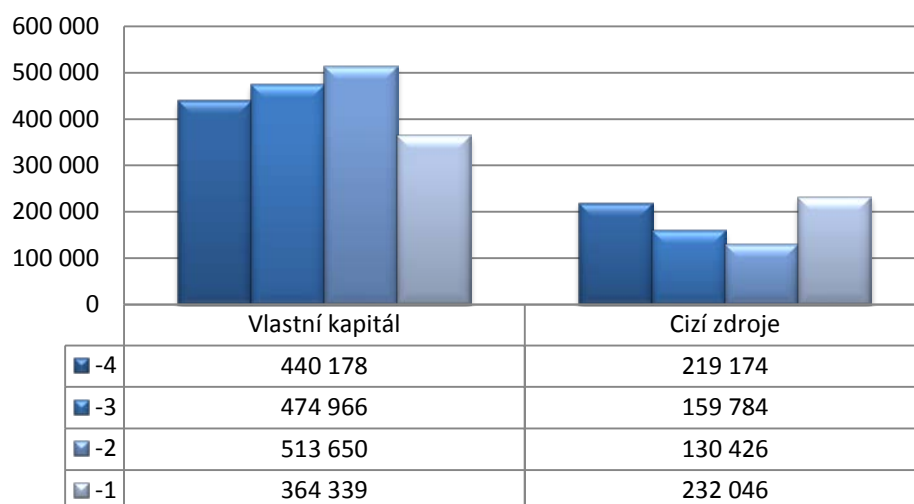
	Horizontální analýza - absolutně			Horizontální analýza %		
	Δ-3	Δ-2	Δ-1	Δ-3	Δ-2	Δ-1
<b>AKTIVA CELKEM</b>	-24 599	9 324	-47 692	-3,73%	1,47%	-7,40%
Dlouhodobý majetek	-9 475	-24 026	-18 941	-2,43%	-6,32%	-5,32%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-135	857	-395	-16,50%	125,52%	-25,67%
Dlouhodobý hmotný majetek	-10 516	-19 507	-15 176	-2,90%	-5,54%	-4,57%
Dlouhodobý finanční majetek	1 177	-5 377	-3 369	4,50%	-19,66%	-15,34%
Oběžná aktiva (krátkodobý majetek)	-15 576	33 479	-27 931	-5,78%	13,19%	-9,72%
Zásoby	-16 015	-7 854	4 701	-11,30%	-6,25%	3,99%
Krátkodobé pohledávky	498	40 812	-32 705	0,39%	32,15%	-19,50%
Krátkodobý finanční majetek	-59	521	-725	-4,93%	45,78%	-43,73%
Ostatní Aktiva	449	-127	-22	90,10%	-13,41%	-2,68%

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Společnost omezila své finanční investice také z důvodu nepříznivého klimatu na finančních trzích a také omezila své podíly v jiných společnostech. Důvodem tohoto omezení bylo neefektivní hospodaření těchto společností. Jedinou rostoucí položkou byl software, do kterého společnosti investovala z důvodu optimalizace skladových zásob a zefektivnění nakládání s finančními prostředky, což lze jednoznačně považovat za pozitivní. Pokles dlouhodobého majetku u výrobní společnosti není příliš pozitivním signálem, neboť z takových čísel je patrné omezení investic do rozvoje společnosti. Nicméně v předchozích letech proběhly masívní investice z důvodu sladění podnikatelské činnosti s normami Evropské unie, takže stav ve společnosti z toho pohledu lze označit za stabilizovaný a úbytek většiny dlouhodobého majetku je možné přičíst zejména přirozenému odepisování. Zároveň je na nedokončeném dlouhodobém majetku a zálohách vidět, že investice dále probíhají. Z pohledu budoucnosti lze společnosti doporučit zjištění věkové struktury dlouhodobého majetku a vyhodnotit případné investice.

Vývoj **oběžných aktiv** nevykazuje tak jednoznačnou tendenci. Rozkolísanost oběžných aktiv je způsobena především vývojem krátkodobých pohledávek. Do roku -2 měly krátkodobé pohledávky rostoucí tendenci. Prvotní náhled na situaci nám však neumožňuje vytvořit jednoznačné hodnocení. Vývoj lze totiž na první pohled hodnotit jak pozitivně, tak negativně. Pozitivně bychom situaci vyhodnotili v případě, že rostoucí pohledávky jsou spojeny s rostoucími tržbami a zároveň klesající dobou obratu pohledávek, neboť v tomto případě by byly jednoznačné signály dobré obchodní politiky společnosti. Negativně bychom tuto skutečnost hodnotili v případě, že rostoucí pohledávky nejsou doprovázeny rostoucími tržbami a pozitivním vývojem doby obratu pohledávek. Z hlediska další analýzy je tedy nutné společnosti doporučit provést hlubší analýzu vývoje tržeb a také ukazatelů aktivity (konkrétně doby obratu pohledávek). V případě společnosti Papam se na rozkolísanosti projevil také vývoj zásob. Ty v roce -2 nejprve výrazně poklesly – důvodem bylo zavedení nového systému řízení skladových zásob, a v roce -1 zase rostly v důsledku růstu všech dílčích položek, až na výrobky. Tato skutečnost se jeví na první pohled jako negativní, nicméně i tady bychom mohli doporučit hlubší analýzu. Opět je vše závislé na vývoji odbytu a tedy i tržeb. Růst při růstu odbytu bude považován za přirozený. Opačná situace by signalizovala problémy s odbytem. Krátkodobý finanční majetek má klesající tendenci především v důsledku využití cash pooling, nicméně společnost na běžném účtu využívá také kontokorentní úvěr, který je však vždy k datu sestavování účetní závěrky splacen. Vývoj obou položek oběžných aktiv a s nimi i vývoj krátkodobého finančního majetku se přirozeně projeví v likviditě společnosti a ovlivní tedy platební schopnost podniku.

Graf č. 2 Horizontální analýza strany pasív společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Na straně zdrojů financování si u **vlastního kapitálu** můžeme všimnout, že do roku -2 měl rostoucí tendenci a v posledním sledovaném roce poklesl. Základním důvodem je rozdělení a vyplacení podílů na výsledku hospodaření minulých období. Tato situace je pochopitelná vzhledem k dlouhodobé snaze reinvestovat zisk přišlo na řadu i období, kdy soulad mezi dostatkem peněžních prostředků a vykazovaným ziskem umožnil vyplatit podíly společníkům. Vývoj **cizích zdrojů** financování vykazuje nejdříve klesající tendenci a v posledním roce rapidní přírůstek. Největší podíl je v krátkodobých závazcích vůči ovládající a řídicí osobě. V rámci svého zařazení do nadnárodní skupiny je z hlediska financování využíván také systém cash pooling, což znamená, že z toho mohou vyplývat závazky vůči ovládající a řídicí osobě. Právě šance ovlivnit svou finanční politiku cash poolingem bude znamenat, že společnost nebude držet nadměrné množství finančních prostředků na straně aktiv a nebude nutné sledovat ukazatel okamžité likvidity (resp. z hlediska rozhodování bude L1 nepodstatná). Společnost zároveň nevyužívá klasické bankovní úvěry, ale právě úvěrování v rámci skupiny. Úroková sazba v rámci skupiny se pohybuje na úrovni necelých 2 %, což je bezesporu nejlevnější forma financování. I přesto je potřeba přehodnotit, zda struktura zdrojů financování odpovídá oboru podnikání a také je-li tato struktura volena s ohledem na efektivnost. Situaci dokládá i tabulka č. 7

Tabulka č. 7 Horizontální analýza rozvahy společnosti Papam – analýza pasív

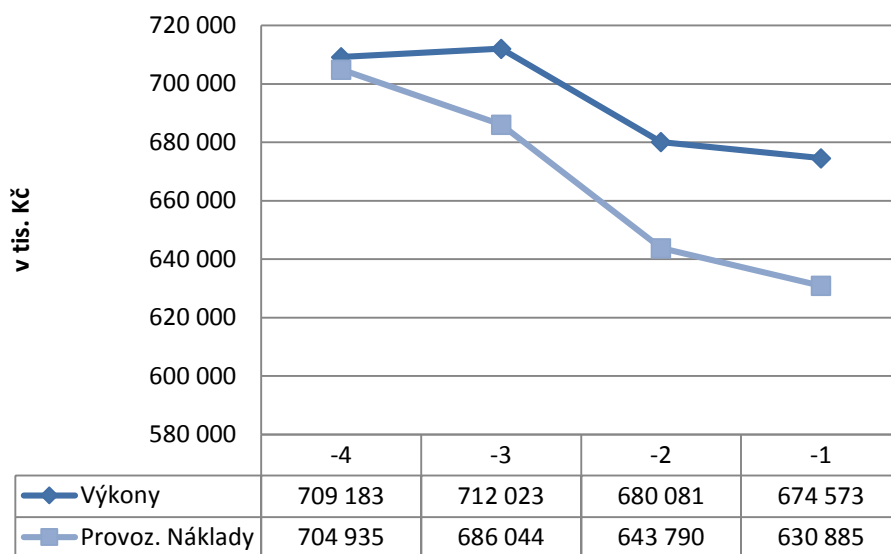
	Horizontální analýza - absolutně			Horizontální analýza %		
	Δ-3	Δ-2	Δ-1	Δ-3	Δ-2	Δ-1
PASIVA CELKEM	-24 602	9 326	-47 692	-3,73%	1,47%	-7,40%
Vlastní kapitál	34 788	38 684	-149 312	7,90%	8,14%	-29,07%
Základní kapitál	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	-4 521	-8 752	5 676	-5,51%	-11,28%	8,24%
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	-112	-46	-49	-0,31%	-0,13%	-0,14%
Výsledek hospodaření minulých let	91	39 449	-152 477	0,06%	27,01%	-82,19%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	39 332	8 032	-2 461	4495,05%	19,98%	-5,10%
Cizí zdroje	-59 390	-29 358	101 620	-27,10%	-18,37%	77,91%
Dlouhodobé závazky	2 005	-137	167	13,78%	-0,83%	1,02%
Krátkodobé závazky	-60 432	-27 850	101 591	-30,32%	-20,05%	91,49%
Bankovní úvěry a výpomoci	-256	0	0	-100,00%	0,00%	0,00%

### HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY A PŘEHLEDU O PENĚŽNÍCH TOCÍCH SPOLEČNOSTI PAPAM

Kromě prezentace rozvahy bychom měli při horizontální analýze prezentovat také informace z výkazu zisku a ztráty, případně i z výkazu cash flow. U výkazu cash flow bychom měli být velmi obezřetní, neboť i z běžného života máme tu zkušenost, že nic se nemění tak rychle, jako stav konta. Tato skutečnost je tedy přirozená i u firemního hospodaření a jestli tedy něco podléhá velmi rychlému stárnutí pak je to výkaz cash flow. Budeme ho tedy v analýze využívat zejména tehdy, budeme-li mít přístup k interním informacím a budeme-li jej mít k dispozici častěji než jedenkrát za půl roku.

Co se týče pozornosti, která by měla být věnována jednotlivým položkám, ta by měla být zaměřena především na oblast provozního cash flow, neboť jsme-li schopni v této oblasti zajistit převahu příjmů nad výdaji, pak je způsob hospodaření rozhodně nastaven minimálně uspokojivým způsobem. Z hlediska výkazu zisku a ztráty bychom měli pozornost zaměřit jednak na všechny kategorie HV a také na souměření tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb s výkonovou spotřebou. Je to první krok k analýze rentability tržeb. Rozhodně již zde by mělo být patrné, jak je na tom dynamika změny tržeb v porovnání s dynamikou změn výkonové spotřeby.

Graf č. 3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Z grafu je patrné, že ačkoli výkony v čase klesaly, klesal také objem provozních nákladů. Je také zřejmé, že se společnost rozhodla jít cestou minimalizace nákladů na provozní činnost, neboť zatímco výnosy klesly v průměru o 1,6 %, tak dynamika poklesu provozních nákladů se dostala na průměrnou úroveň 3,6 %. Tato skutečnost je velmi pozitivní z hlediska efektivního vynakládání finančních prostředků. Je zřejmé, že společnost se snaží řešit nepříznivý vývoj úspornými opatřeními v oblasti nákladů. Největší pokles je v oblasti mzdových nákladů, což naznačuje redukcí počtu zaměstnanců (viz tabulka níže). Na straně druhé je však nutno si uvědomit, že dlouhodobý pokles tržeb bude znamenat neefektivnost hlavní podnikatelské činnosti a potenciálně i ztrátu podílu na trhu a ztrátu konkurenceschopnosti. Měli bychom nalézt důvody již tříletého poklesu tržeb z provozní činnosti.

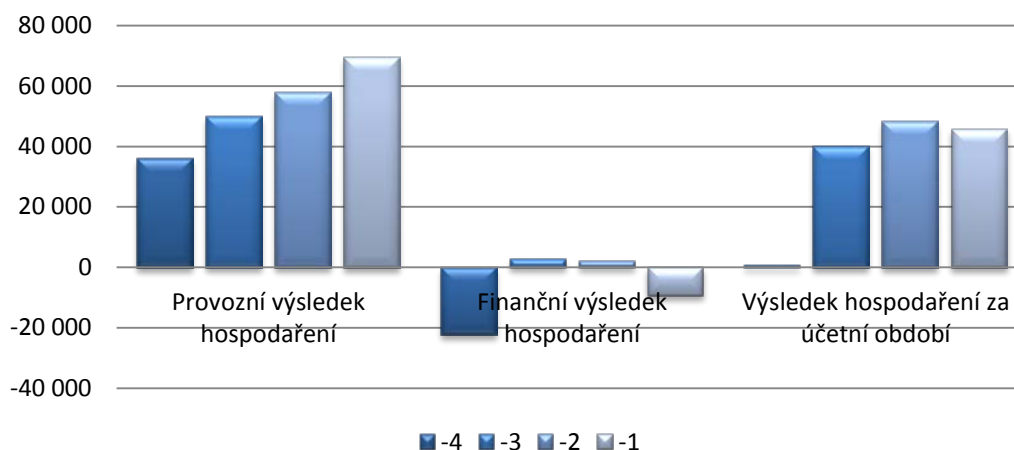
Tabulka č. 8 Struktura nákladů společnosti Papam

	-4	-3	-2	-1
Náklady vynaložené na prodané zboží	44 496	37 540	39 291	43 423
Výkonová spotřeba	532 591	522 506	490 536	487 533
Spotřeba materiálu a energie	374 538	369 705	337 726	339 482
Služby	158 053	152 801	152 810	148 051
Přidaná hodnota	196 193	201 319	205 101	206 885
Osobní náklady	115 496	113 345	111 011	108 061
Mzdové náklady	85 766	87 860	83 016	80 591
Náklady na sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	28 581	27 020	26 936	26 417
Sociální náklady	1 149	1 132	1 059	1 053
Daně a poplatky	522	551	677	702
Odpisy NIM a HIM	36 001	34 024	32 236	28 647

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Neméně důležitým faktorem při analýze výkazu zisku a ztráty je analýza výsledků hospodaření. Pozornost je zaměřena na tři zásadní výsledky hospodaření: provozní výsledek hospodaření (EBIT), finanční výsledek hospodaření, výsledek hospodaření za účetní období (EAT).

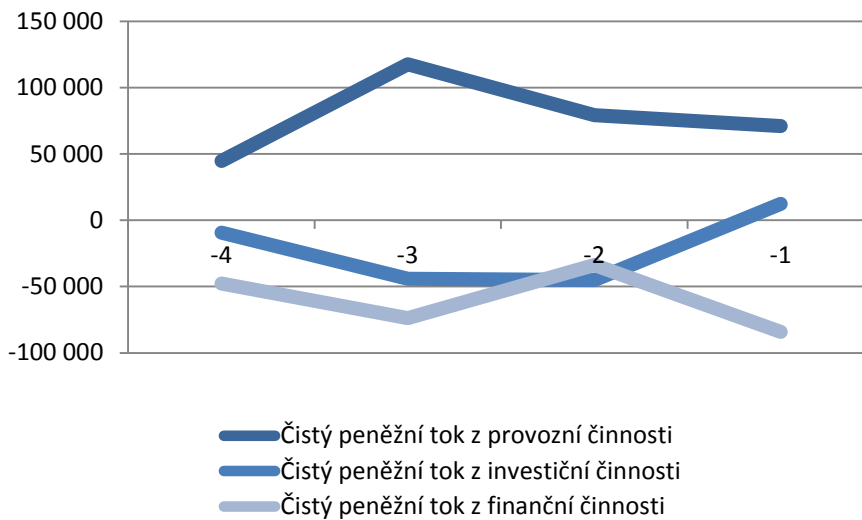
Graf č. 4 Horizontální analýza výsledků hospodaření společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam

Z grafu č. 4 je i patrný pozitivní vzájemný vývoj výnosů a nákladů a také skutečnost, že hlavní podnikatelskou činností firma zajišťuje nejdůležitější část výsledku hospodaření. Ani záporná úroveň finančního výsledku hospodaření neovlivňuje celkový čistý výsledek hospodaření. Každopádně by z pohledu nakládání s výsledkem hospodaření měla být vyhodnocena úroveň peněžních prostředků, neboť výše výsledku hospodaření nemusí odpovídat hodnotě hotových peněžních prostředků.

**Graf č. 5 Vývoj položek čistého peněžního toku v jednotlivých oblastech**

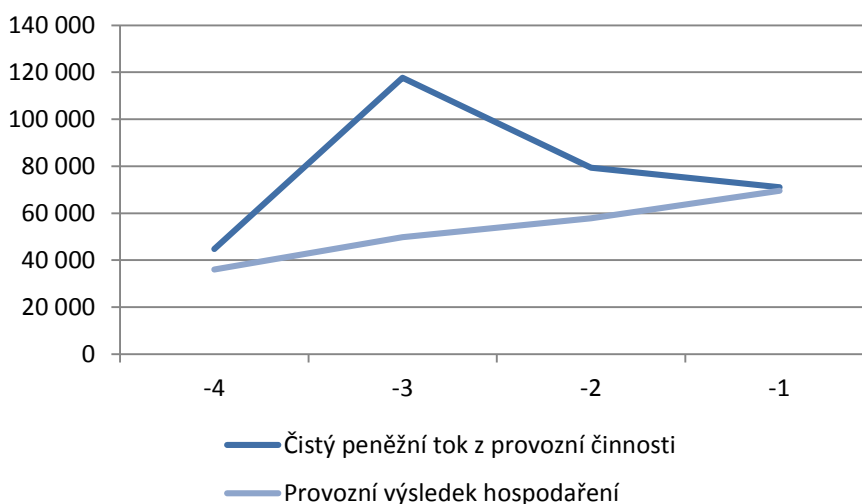


Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv

Ve všech sledovaných letech je možné zaznamenat kladné hodnoty peněžního toku z provozní činnosti, což je velmi podstatný jev z pohledu hospodaření společnosti, neboť se podniku daří inkasovat více finančních prostředků, než kolik jich bylo na hlavní podnikatelskou činnost vydáno. Za negativní je možno považovat skutečnost, že tendence je klesající. Na pozitivní bilanci se největší měrou podílí lepší inkaso pohledávek. Ostatní oblasti (tedy investiční činnost a finanční činnost) vykazují bilanci negativní nebo jen lehce nad nulou. Nicméně toto jsou oblasti, které mají obvykle z hlediska souměření příjmů a výdajů vyšší výdajové položky. Pozitivní bilanci u investiční činnosti lze zpravidla nalézt u firem, které mají významné podíly v jiných společnostech nebo disponují vyšším relativním podílem ve finančních investicích, což v podmínkách České republiky není příliš obvyklé. Výrazný pokles peněžních prostředků z finanční činnosti byl v roce - 1 způsoben vyplacením podílu společníkům ve společnosti.

Jak již bylo řečeno v teoretické části z pohledu efektivnosti a platební schopnosti podniku je zajímavé rovněž souměření výsledku hospodaření a čistého peněžního toku z provozní činnosti.

**Graf č. 6 Souměření výsledku hospodaření z provozní činnosti a čistého peněžního toku z provozní činnosti**



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv



Z grafu je patrné, že ve všech letech převažovaly peněžní prostředky z provozní činnosti provozní výsledek hospodaření, což znamená, že část prostředků by mohla být využita jiným efektivnějším způsobem. Znamená to také, že vykázaný zisk je dostatečně kryt peněžními prostředky. Z pohledu hospodaření společnosti to znamená, že si společnost vede dobře jak z hlediska zhodnocování vložených finančních prostředků, tak při inkasování peněžních prostředků zejména z pohledávek.

V průběhu praktické aplikace a také z teoretických znalostí vidíte, že jedna a tatáž položka může být podle cílové skupiny interpretována různě. V rámci analýzy absolutních ukazatelů zjistíte, kde se nacházejí slabé a silné stránky firmy a také zjistíte, která z oblastí by si zasloužila hlubší analýzu, která by lépe umožnila interpretovat dosažené výsledky.

### 4.3 VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

Procentní rozbor představuje vertikální analýzu základních účetních výkazů. Cílem vertikálního rozboru je zjistit, jak se jednotlivé části podílely např. na celkové bilanční sumě a z hlediska časového zjištění pohybu v nastavení majetkového a finančního portfolia. Vzhledem k tomu, že vertikální rozbor je vyjadřován v procentech je možné jej využít také pro srovnání s firmami v rámci stejného oboru podnikání anebo obecně s odvětvovými průměry.

U vertikální analýzy při výpočtu postupujeme tak, že jednotlivé položky daného účetního období rozvahy vztahujeme k celkové bilanční sumě. Vypočítané hodnoty je pak důležité správně interpretovat. Postupujeme od zdrojů financování (tedy kapitálové struktury – strana pasív) k majetku ze zdrojů pořízenému (tedy majetkové struktuře – straně aktiv).

Kapitálová struktura vypovídá o tom, z jakých zdrojů majetek vzniká. Základním cílem kapitálové struktury firmy je vyhodnotit zdroje financování. Celková velikost zdrojů financování závisí především na velikosti firmy (čím větší firma, tím větší nároky na finance, ale tím i zpravidla lepší dostupnost zdrojů), na využití techniky a technologií, dále na rychlosti obrátu kapitálu a také na organizaci prodeje. Překapitalizovaná společnost neefektivně využívá kapitál a dochází k tomu, že je dlouhodobým kapitálem kryt i oběžný majetek. Podkapitalizovaná společnost má problémy s financováním běžné činnosti firmy. K této situaci může dojít pouze přechodně v době expanze. Vždy by však kapitálová struktura měla být taková, aby se firma nedostávala do platební neschopnosti a zároveň dokázala vhodně zhodnotit vklady vlastníků.

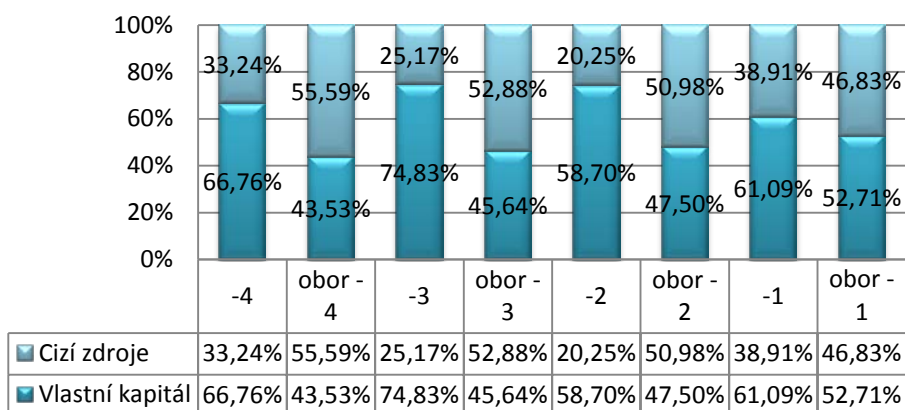
Majetková struktura firmy hodnotí složení stálých a oběžných aktiv firmy a je závislá na předmětu činnosti (v obchodních společnostech převládají zásoby zboží, u výrobních firem zásoby výrobků a materiálu, u energetických společností převažuje investiční majetek). Majetková struktura je závislá také na finanční politice firmy (dává-li přednost likvidní či investiční strategii).

Vždy při interpretaci dbáme na to, abychom měli na paměti obor podnikání dané firmy, neboť podle toho budou odlišné výsledky hodnocení. Podnik z oblasti zpracovatelského průmyslu obecně dává přednost financování vyváženému, respektive klonícímu se k vlastnímu kapitálu. Obchodní společnost ve větší míře využívá krátkodobé zdroje financování a její kapitálová struktura bývá více nakloněna cizím zdrojům financování, stejně tak stavební společnosti, které však ve své struktuře dávají přednost dlouhodobým finančním prostředkům. Z hlediska financování je pro firmu výhodnější využívání krátkodobých cizích zdrojů financování, neboť dlouhodobé zdroje jsou přirozeně zároveň dražší. Krátkodobé zdroje financování jsou ale také rizikovější z pohledu řízení finanční politiky podniku a můžeme se dostat do situace, kdy finanční prostředky nejsou k dispozici. Je tedy nezbytně nutné hledat co nejvyváženější strukturu vzhledem k oboru podnikání.

Z hlediska majetkového je pro firmu obecně výnosnější, má-li investovány prostředky do dlouhodobějších aktiv, protože pomocí nich může dosáhnout větší výnosnosti. Důležité však je, aby firma zajistila svou likviditu, takže jsou nezbytně nutné i položky oběžného majetku. S umístěním zdrojů financování také souvisí otázka rizika. Zde platí, že čím méně rizikové bude aktivum, tím méně bude zároveň výnosné.

#### VERTIKÁLNÍ ANALÝZA STRANY PASÍV SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Graf č. 7 Vertikální analýza strany pasív společnosti Papam, s.r.o. v letech -4 až -1



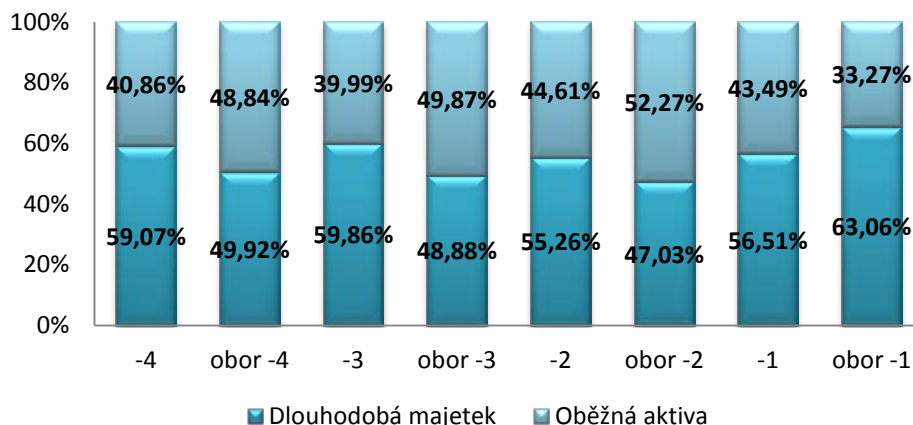
Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam a oborových analýz ministerstva průmyslu a obchodu

Z grafu je zřejmé, že se struktura zdrojů financování v průběhu času sice měnila, nicméně většinu času můžeme vidět příklon k vlastním zdrojům financování, což s ohledem ke způsobu podnikání představuje akceptovatelnou strukturu, neboť výrobní společnosti vykazují delší podnikatelský proces než například společnosti obchodní. Budeme-li společnost Papam porovnávat s průměrnými hodnotami za obor podnikání, musíme konstatovat, že v tomto ohledu námi analyzovaná společnost vykazuje výraznější odlišnost, neboť obor podnikání vykazuje vyrovnanější finanční strukturu, která byla v prvních letech příkloněna na stranu cizích zdrojů financování a poslední dva roky na stranu vlastního kapitálu. Ani tato odlišnost však nemusí znamenat, že nastavení finanční struktury směrem k vlastním zdrojům není správné. Je nutno zvážit, zda toto nastavení přispívá ke zvyšování efektivnosti nakládání s finančními prostředky.

Finanční struktura by měla být posouzena také z pohledu časového horizontu umístění finančních zdrojů. Na tuto otázku by měla přinést odpověď vertikální analýza strany aktiv. Na druhou stranu je potřeba si také uvědomit, že při tomto nastavení a vývoji zdrojů financování zároveň roste výsledek hospodaření, což znamená, že tento způsob využívání zdrojů financování je možno považovat za správný. Vše však bude nutné ověřit ještě na ukazatelích rentability.

## VERTIKÁLNÍ ANALÝZA STRANY AKTIV SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Graf č. 8 Struktura majetku společnosti Papam,s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Papam a oborových analýz ministerstva průmyslu a obchodu

Z hlediska struktury majetku je jeho struktura přikloněna na stranu dlouhodobého majetku, v němž dominuje dlouhodobý hmotný majetek. Takto řešená struktura je opět v souladu s podnikatelskou činností, neboť výrobní společnosti potřebují zajištění v podobě budov a dlouhodobého movitého majetku. Struktura oboru je z pohledu aktiv vyrovnanější v prvních letech sledování a v posledním roce se výrazně kloní k dlouhodobému majetku.

Budeme-li porovnávat strukturu majetku se strukturou finanční, pak můžeme konstatovat, že finanční politiku společnosti lze považovat za konzervativní, neboť i oběžná aktiva společnost financuje z hlediska podílu dlouhodobými zdroji financování, ačkoliv poslední rok už vykazuje vyrovnanější tendenci. Využití konzervativní finanční politiky je možné z pohledu vnějších ekonomických podmínek považovat za přiměřenou, neboť může být sledována přiměřenými obavami o ztrátu platební schopnosti podniku, nicméně z pohledu potenciálu efektivnosti nelze toto nastavení způsobu financování považovat za nejšťastnější. Zejména pak proto, že těžkopádnost ve financování se potenciálně může projevit na ztrátě konkurenceschopnosti ve vysoce konkurenčním prostředí potravinářství.

## SHRNUTÍ ANALÝZY ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ

Shrňme-li informace plynoucí z horizontální a vertikální analýzy základních účetních výkazů, pak musíme konstatovat, že společnost financuje svou podnikatelskou činnost převážně z vlastních zdrojů. Za nepříznivé lze považovat to, že tímto dlouhodobým kapitálem jsou financována i oběžná aktiva. Z pohledu další analýzy je potřeba zaměřit pozornost na ukazatele rentability, aby bylo zřejmé, že využití kapitálu je skutečně neefektivní (nebo lépe ne zcela efektivní). Z pohledu horizontální analýzy je v rozvaze zejména patrný pokles pohledávek, který je doprovázen poklesem tržeb. Podrobnější analýza by v tomto kontextu měla být zaměřena na likviditu společnosti a také na jeho aktivitu.

Z grafického hlediska je potřeba vždy dbát na to, aby grafika finanční analýze pomohla.

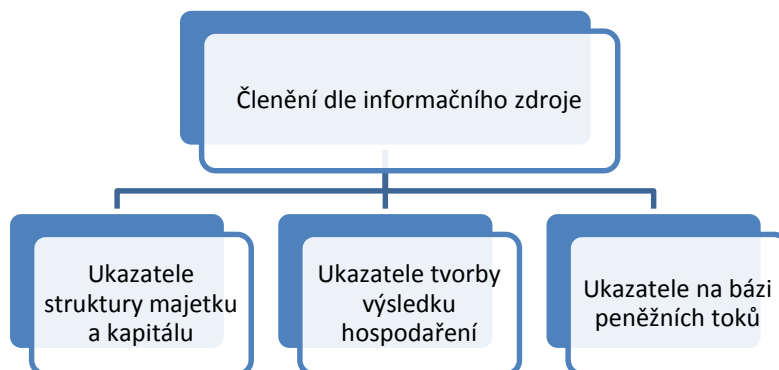
#### **KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 4**

1. Které oblasti se po zpracování analýzy jeví jako problémové a proč?
2. V čem je možno spatřovat silné stránky finanční situace firmy a proč?
3. K jakému účelu podle vás slouží vertikální analýza? V čem je důležitá?
4. Co se dá vyčíst z horizontální analýzy a proč je vhodné ji zpracovávat?

## 5 POMĚROVÁ ANALÝZA

Poměrová analýza patří k nejpoužívanějším metodám elementární finanční analýzy a je běžně využívaným nástrojem analýzy i v podmínkách České republiky. Je tedy nutné, abyste si také tuto metodu v rámci studia finanční analýzy osvojili. Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jednoho nebo několika účetních údajů k jiné položce nebo k jejich skupině. Lze rozlišovat různé skupiny poměrových ukazatelů. Pro přehlednost uvedeme jen dvě základní kritéria členění. Prvním hlediskem je členění dle informačního zdroje (viz schéma).

Schéma č. 20. Členění poměrových ukazatelů dle informačního zdroje



Zdroj: vlastní

Toto členění je postaveno na logických základech, neboť každá skupina je zaměřena na jeden ze tří hlavních účetních dokladů, které máme k dispozici pro finanční analýzu. **Ukazatele struktury majetku a kapitálu** jsou konstruovány na základě rozvahy a nejčastěji se vztahují k ukazatelům likvidity, neboť zkoumají vzájemný vztah rozvahových položek, které svědčí o vázanosti zdrojů financování v různých položkách majetku. **Ukazatele tvorby výsledku hospodaření** vycházejí primárně z výkazu zisku a ztráty a zabývají se strukturou nákladů a výnosů (které ovlivňují velikost účetního zisku) a strukturou hospodářského výsledku podle oblastí, ve které byl tento výsledek generován. **Ukazatele na bázi peněžních toků** analyzují faktický pohyb finančních prostředků a bývají velmi často součástí analýzy úvěrové způsobilosti.

Dalším kritériem členění poměrových ukazatelů je podle podstaty, o které vypovídají.

Schéma č. 21. Členění poměrových ukazatelů dle podstaty, o které vypovídají



Zdroj: vlastní

Na základě tohoto schématu se budeme zabývat problematikou poměrových ukazatelů v jednotlivých subkapitolách. Výše uvedené skupiny poměrových ukazatelů vychází z údajů

rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Budete-li procházet literaturu týkající se finanční analýzy, zjistíte, že ne vždy jsou vzorce konstruovány stejně. Většinou záleží na subjektivním hodnocení analytika, který z údajů bude či nebude zařazen do vzorce, a také na účelu, ke kterému bude analýza sloužit.

## 5.1 UKAZATELE LIKVIDITY

Abychom správně pochopili výklad dané problematiky, je důležité si objasnit význam pojmů, které vstupují do dané oblasti. Prvním pojmem je pojem likvidita. Samotný pojem likvidita se používá ve vztahu k likviditě určité složky majetku či k likviditě podniku.

### DEFINICE 7

U likvidity určité složky majetku jde o vyjádření vlastnosti dané složky majetku rychle a bez velké ztráty hodnoty se přeměnit na peněžní hotovost. Tato vlastnost bývá v některé literatuře označována jako likvidnost. Likvidita podniku je o vyjádření schopnosti podniku uhradit včas své platební závazky. Zdůrazňuje se tak schopnost označovaná jako okamžitá solventnost. Jde o relativně úzké vymezení likvidity k určitému dni, okamžiku. Při širším vymezení se posuzování likvidity neomezuje na stav k určitému okamžiku, ale orientuje se na vývoj v čase.

Literatura zdůrazňuje, že nedostatek likvidity vede k tomu, že podnik není schopen využít ziskových příležitostí, které se při podnikání objeví, nebo není schopen hradit své běžné závazky, což může vyústit v platební neschopnost a vést k bankrotu. Existuje tedy přímá závislost mezi pojmy solventnost a likvidita, nicméně není možné je ve své podstatě zaměňovat. Vzájemná závislost těchto pojmů je pak nejjednodušším způsobem vysvětlitelná na větě, že **podmínkou solventnosti je likvidita**.

Hodnocení likvidity je důležité pro různé cílové skupiny využívající finanční analýzu. Pro vlastníky podniku může nedostatek likvidity znamenat v dlouhém časovém horizontu snížení ziskovosti, nevyužití příležitostí, ztrátu kontroly nad podnikem, částečnou nebo celkovou ztrátu kapitálových investic - dopady jsou horší u vlastníků s ručením neomezeným. Pro věřitele podniku může nedostatek likvidity znamenat odklad inkasování úroku a jistiny, resp. jejich částečnou nebo úplnou ztrátu. Pro zákazníky a dodavatele je omezena nebo neumožněna schopnost plnění smluv a dochází ke ztrátě vztahů.

Likvidita je tedy důležitá z hlediska finanční rovnováhy firmy, neboť jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Na druhou stranu příliš vysoká míra likvidity je nepříznivým jevem pro vlastníky podniku, neboť finanční prostředky jsou vázány v aktivech, které nepracují ve prospěch výrazného zhodnocování finančních prostředků a „ukrajují“ tak z rentability. Je tedy potřeba hledat pokud možno vyváženou likviditu, která zaručí jak dostatečné zhodnocení prostředků, tak i schopnost dostát svým závazkům.

Poměrové ukazatele likvidity jsou součástí výročních zpráv akciových společností a běžně se objevují jako součást hospodářských analýz. Použití těchto hodnot naráží na určité problémy spojené s názvem ukazatele, jeho obsahem a zejména s jeho kvantitativní hodnotou. Na základě jediného čísla se velmi obtížně (je-li to vůbec možné) vytvářejí závěry a proto se doporučuje tvorba delší časové řady. Obecně lze říci, že **ukazatele likvidity mají obecný tvar podílu toho, čím možno platit k tomu, co je nutno platit**. Z hlediska úrovně platební schopnosti podniku lze rozlišit tři základní poměrové ukazatele likvidity.

**Okamžitá likvidita** nebo také likvidita prvního stupně (L1) je nejužším vyjádřením platební schopnosti podniku, neboť v kategorii toho, čím je možno platit, nalezneme pouze krátkodobý finanční majetek.

$$L1 = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

V položce krátkodobý finanční majetek jsou na straně aktiv rozvahy zahrnuty peníze, účty u bank a krátkodobé cenné papíry. Toto vymezení je jednoznačné a při dosazování by zřejmě nevznikla pochybnost. Pochybnost by mohla panovat z hlediska pojmu krátkodobé dluhy. Do této položky je potřeba zahrnout součet tří položek: krátkodobé závazky, běžné (krátkodobé) bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci. Z hlediska interpretace tohoto ukazatele je vhodné, aby se vypočítané hodnoty pohybovaly v intervalu 0,2 až 1. U okamžité likvidity navíc platí, že nedodržení předepsaných hodnot ještě nemusí za každou cenu znamenat finanční problémy firmy, protože i ve firemních podmínkách se poměrně často vyskytuje využívání účetních přetažků, kontokorentů, které nemusí být při použití z údajů z rozvahy patrné. Také proto je doporučena podrobnější analýza krátkodobých zdrojů financování. Okamžitá likvidita se v současnosti u velkých firem zpravidla nepočítá, protože v rámci nadnárodních korporací je častým prostředkem zefektivnění využití finančních prostředků cash pooling. Vzhledem k přelévání volných peněžních prostředků na společný účet ztrácí tento ukazatel svou vypovídací schopnost, resp. vytváří pocit, že v tomto ohledu je na tom společnost velmi špatně. Zde bychom doporučili zkontrolovat pohledávky a závazky vůči ovládajícím a řídicím osobám. Z hlediska interpretace vypočítaných hodnot u ukazatelů likvidity je důležité přihlídnout k tomu, pro kterou cílovou skupinu je analýza zpracovávána. Z hlediska věřitelského bude vhodnější, budou-li hodnoty dosahovat horní hranice pásma (bezpečnost poskytnutých finančních prostředků), vlastníci by naopak měli přivítat hodnoty blíže spodní hranici pásma (efektivnost hospodaření se svěřenými finančními prostředky).

**Pohotová likvidita** nebo také likvidita druhé stupně (L2) je vnímána jako nejpřesnější způsob vyhodnocování platební schopnosti podniku, neboť kromě hotovosti obsahuje také krátkodobé pohledávky a zároveň neobsahuje zásoby, které mohou z hlediska přeměny zpět na hotové finanční prostředky představovat určitý problém.

$$L2 = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek} + \text{krátkodobé pohledávky}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Z doporučených hodnot pro tento ukazatel vyplývá, že pokud by byl poměr 1 : 1, podnik by byl schopen se vyrovnat se svými závazky, aniž by musel prodat své zásoby, což by mohlo znamenat narušení kontinuity výroby. Vyšší hodnota ukazatele bude příznivější pro věřitele, nebude však příznivá z hlediska akcionářů a vedení podniku. Značný objem oběžných aktiv vázaný ve formě pohotových prostředků přináší jen malý nebo žádný úrok. Nadměrná výše oběžných aktiv vede k neproduktivnímu využívání do podniku vložených prostředků a tak nepříznivě ovlivňuje celkovou výnosnost vložených prostředků. Z tohoto pohledu je za horní hranici považována hodnota 1,5.

**Běžná likvidita** nebo také likvidita třetího stupně ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, nebo také kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. Stručně řečeno vypovídá o tom, jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku na hotovost.

$$L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Doporučené hodnoty toho ukazatele jsou stanoveny v rozmezí 1,5 až 2. Některé prameny uvádí i hodnotu 2,5, nicméně vzhledem k dostupnosti finančních prostředků, je tato hranice považována za neefektivní. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím je pravděpodobnější zachování platební schopnosti podniku. Vypovídací schopnost tohoto ukazatele má však také

některá omezení - jedním z omezení je například fakt, že nepřihlíží ke struktuře oběžných aktiv z hlediska jejich likvidnosti a dále nebere v úvahu strukturu krátkodobých závazků z hlediska doby splatnosti. Dalším omezením je fakt, že jej lze ovlivnit k datu sestavení rozvahy odložením některých nákupů.

S analýzou likvidity je spojena ještě jedna důležitá kategorie zvaná net working capital (čistý pracovní kapitál). Ukazatel čistého pracovního kapitálu z hlediska metodického členění patří do skupiny ukazatelů rozdílových, avšak velmi úzce souvisí s likviditou a proto jej k ukazatelům likvidity obecně řadíme. Čistý pracovní kapitál se vypočítává jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými dluhy. Z konstrukce tohoto ukazatele vyplývá, že se jedná o ukazatel, který má nejbližší k běžné likviditě, která je konstruována na základě stejných údajů pouze jako poměrový ukazatel.

Pracovní kapitál je část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými finančními zdroji a podnik s ní může volně disponovat při realizaci svých záměrů.

## DEFINICE 8

Čistý pracovní kapitál však můžeme také chápat jako část prostředků, které by podniku dovolily v omezeném rozsahu pokračovat v jeho činnosti, pokud by byl nucen splatit převážnou část nebo všechny své krátkodobé závazky – jde tedy o finanční polštář pro případ nouze.

Pracovní kapitál je rovněž měřítkem likvidity a má úzkou návaznost na ukazatel běžné likvidity, který nepřímo vyjadřuje velikost pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál nám umožní oddělit v oběžných aktivech tu část peněžních prostředků, která slouží bezprostředně k úhradě finančních závazků, od té části, která je relativně volná a může být disponibilním finančním fondem, který může manažer využít ve finanční politice firmy. Velikost čistého pracovního kapitálu je závislá na oboru podnikání. O důležitosti tohoto ukazatele svědčí rovněž fakt, že v některých zemích je vypracováván speciální výkaz o tvorbě a použití pracovního kapitálu.

## 5.2 UKAZATELE RENTABILITY

**Rentabilita** (též výnosnost vloženého kapitálu) je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. U těchto poměrových ukazatelů se nejčastěji vychází ze dvou základních účetních výkazů, a to z výsledovky a rozvahy - důraz klademe samozřejmě na výsledovku, neboť v některých pramenech bývá rentabilita zaměňována za výraz ziskovost. Ukazatele rentability jsou ukazatele, kde se v čitateli vyskytuje nějaká položka odpovídající výsledku hospodaření a ve jmenovateli nějaký druh kapitálu, resp. tržby.

Obecně je totiž rentabilita vyjadřována poměrem zisku k částce vloženého kapitálu. Co lze ještě říci obecně je fakt, že ukazatele rentability slouží k hodnocení celkové efektivity dané činnosti. Jedná se o ukazatele, které jednoznačně budou nejvíce zajímat akcionáře a potenciální investory. Ukazatele rentability by v časové řadě měly mít obecně rostoucí tendenci. Jiné doporučené hodnoty nebývají u většiny běžně používaných ukazatelů uváděny.

Pokud bychom měli analyzovat pojmy, které do základního poměru vstupují, pak je nutno konstatovat, že ani zde není výklad ve všech podnicích či odborných pramenech stejný. Můžeme se setkat různým výkladem jak vloženého kapitálu, tak výklad zisku jako takového.

Zisk je kategorie, která je sama o sobě velmi široká. V zásadě lze však hovořit o těchto kategoriích, které mohou různými způsoby vstupovat do jednotlivých ukazatelů rentability. Z hlediska finanční analýzy se nejčastěji využívají tři kategorie výsledku hospodaření, tak jak jsou vyjádřeny ve schématu.



Schéma č. 22. Výsledky hospodaření využívané v poměrových ukazatelích



Zdroj: vlastní

Provozní výsledek hospodaření se používá všude tam, kde chceme zjistit efektivnost hlavní podnikatelské činnosti podniku nebo také tam, kde chceme vzájemně porovnat společnosti ve stejném oboru podnikání. Jak již bylo naznačeno v předchozí kapitole, tak v podmínkách České republiky mohou být využity oborové analýzy, tedy srovnání s průměrnou hodnotou v oboru. Výsledek hospodaření za běžné účetní období neboli čistý výsledek hospodaření se používá pro zjištění celkové efektivnosti použitého kapitálu. Výsledek hospodaření před zdaněním se využívá zpravidla jen v případě, že potřebujeme zajistit srovnání s podnikem, který zdaňuje výsledek hospodaření v jiných podmínkách.

Vložený kapitál je z hlediska využití v jednotlivých poměrových ukazatelích rentability rovněž rozporuplnou kategorií, nicméně jeho výklad je jasnější z toho pohledu, jaký ukazatel rentability budeme používat. Ke zjišťování rentability jsou používány v praxi nejvíce ukazatele znázorněné ve schématu.

Schéma č. 23. Běžně používané ukazatele rentability v podnikatelské praxi



Zdroj: vlastní

#### RENTABILITA CELKOVÉHO VLOŽENÉHO KAPITÁLU (ROA)

Měřením ROA (return on assets) vyjadřujeme celkovou efektivnost firmy, její výdělkovou schopnost, nebo také produkční sílu. Jako český ekvivalent se používá termín rentabilita celkového vloženého kapitálu.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Aktiva celkem}} \quad \text{nebo} \quad ROA = \frac{EAT}{\text{Aktiva celkem}}$$

Pokud bychom měli opět interpretovat, co řadíme do kategorie zisk a co do kategorie celkový vložený kapitál, pak lze říci, že ani zde nelze interpretovat striktně a záleží na pohledu podnikového analytika. ROA odráží celkovou výnosnost kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly podnikatelské činnosti financovány. Ukazatel hodnotí výnosnost celkového vloženého kapitálu a je použitelný pro měření souhrnné efektivnosti. Lze o něm také hovořit jako o ukazateli hodnocení minulé výkonnosti řídicích pracovníků. Finanční struktura je v tomto případě irelevantní, hodnotí se schopnost reprodukce kapitálu. Hodnota

ukazatele by měla být v čase rostoucí, nicméně je potřeba přihlédnout k vnějším okolnostem, tedy k celkové výkonnosti ekonomiky a oboru podnikání.

### RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU

Měřením rentability vlastního kapitálu (ROE – return on equity) vyjadřujeme výnosnost kapitálu vloženého akcionáři.

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Jde o ukazatel, pomocí kterého mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Růst tohoto ukazatele může znamenat například zlepšení hospodářského výsledku, zmenšení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo také pokles úročení cizího kapitálu. Co se týče vstupních údajů, pak vlastní kapitál je položkou zcela jednoznačnou a pro kategorii zisku platí, že pro tento ukazatel smí být použit pouze čistý výsledek hospodaření. Stejně jako u ROA by měla hodnota tohoto ukazatele v čase růst. Nicméně rentabilita vlastního kapitálu by měla splňovat ještě další kritéria, která zajistí, že její hodnoty budou dostatečně krýt riziko, které podstupují vlastníci podniku poskytující své finanční prostředky.

Je-li hodnota ukazatele trvale nižší než výnosnost cenných papírů garantovaných státem, je podnik fakticky odsouzen k zániku, neboť investoři nebudou do takovéto investice vkládat své prostředky. Obecně tedy platí, že by tento ukazatel měl být vyšší než je úroková míra bezrizikových cenných papírů a rozdíl rentability vlastního kapitálu a úrokové míry bezrizikových cenných papírů se potom nazývá riziková prémie.

S tím souvisí i další srovnávací kritérium pro rentabilitu vlastního kapitálu a tím je komparace s náklady vlastního kapitálu ( $r_e$ ), které zjišťujeme za jednotlivé firmy, ale je možné provést srovnání i s náklady vlastního kapitálu za dané odvětví podle NACE-CZ. Na základě srovnávání ROE s těmito dvěma veličinami můžeme firmy rozdělit do 4 základních kategorií:

- I. kategorie představuje firmy vytvářející ekonomickou přidanou hodnotu a hodnoty jejich rentability vlastního kapitálu jsou vyšší než hodnoty nákladů vlastního kapitálu;
- II. kategorie představuje firmy, jejichž ROE sice není vyšší než náklady vlastního kapitálu, ale je vyšší než výnosnost bezrizikových aktiv;
- III. kategorie jsou firmy, které mají ROE nižší než výnosnost bezrizikových aktiv, ale stále ještě vykazují kladné ROE;
- IV. kategorie představuje firmy, jejichž rentabilita je záporná, resp. mají zápornou hodnotu vlastního kapitálu.

Zařazení firmy do jedné z těchto kategorií už tedy samo o sobě signalizuje úroveň hospodaření firmy. Může nám v rámci externích analýz pomoci rozhodnout o kvalitě firmy. Problém však spočívá v tom, že položka nákladů vlastního kapitálu je velmi diskutabilní a rovněž poměrně obtížně zjistitelnou položkou.

Poměr výnosnosti vlastního kapitálu k výnosnosti celkového kapitálu je označován česky jako pákový efekt (leverage – faktor). Podstatou pákového efektu u ukazatelů rentability je zjištění, do jaké míry se změna rentability vlastního kapitálu, změním-li kapitálovou strukturu (tedy využijeme odlišné strukturování finančních fondů ve prospěch či neprospěch dluhového financování). Leverage - faktor vypovídá o tom, že mezi rentabilitou vlastního a celkového kapitálu existuje jakýsi vliv páky, což znamená, že je-li úroková míra cizího kapitálu nižší než rentabilita celkového kapitálu, roste rentabilita vlastního kapitálu při přílivu cizího kapitálu - tento fakt je označován jako pozitivní leverage efekt. Je-li naopak

rentabilita celkového kapitálu nižší než úroková míra cizího kapitálu, klesá s rostoucím zadlužením výnosnost vlastního kapitálu - což je negativní leverage efekt.

### RENTABILITA TRŽEB

Rentabilita tržeb (ROS - return on sales) představuje poměry, které v čitateli zahrnují hospodářský výsledek v různých podobách a ve jmenovateli obsahují tržby, opět různým způsobem upravované podle účelu analýzy.

$$\text{ROS} = \frac{\text{výsledek hospodaření}}{\text{tržby}}$$

Do položky tržeb se nejčastěji zahrnují tržby, které tvoří provozní hospodářský výsledek, ale je možné zahrnout tržby veškeré, zejména použijeme-li namísto provozního hospodářského výsledku čistý zisk. Tyto ukazatele vyjadřují schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, tedy kolik dokáže podnik vyprodukovat efektu na 1 Kč tržeb. Tomuto ukazateli se v praxi někdy také říká ziskové rozpětí a slouží k vyjádření ziskové marže. V tomto případě je nutné, aby do kategorie zisku byl dosazován zisk čistý, tedy po zdanění. Ziskovou marži je možno porovnávat s oborovým průměrem a platí, že jsou-li hodnoty tohoto ukazatele nižší než oborový průměr, pak jsou ceny výrobků poměrně nízké a náklady příliš vysoké. S tímto ukazatelem souvisí ještě ukazatel obratu celkových aktiv, který vyjadřuje schopnost podniku zajišťovat investice do aktiv při určité úrovni tržeb.

Určit jednoznačně doporučené hodnoty těchto ukazatelů není možné, neboť existují rozdíly v rámci jednotlivých odvětví. Tam, kde stavebnictví bude klást důraz na rentabilitu tržeb, tam obchod bude klást důraz na obrat celkových aktiv. Nicméně obecně lze říci, že čím vyšší je rentabilita tržeb, tím lepší je situace v podniku z hlediska produkce. Je nutné si také uvědomit, že klesá-li zisková marže v čase, je potřeba se zaměřit na analýzu nákladů, neboť právě jimi je zisková marže ovlivňována.

### RENTABILITA NÁKLADŮ

Rentabilita nákladů (ROC) je definována jako poměr výsledku hospodaření a nákladů ve variantách podléhajících účelu finanční analýzy.

$$\text{ROC} = \frac{\text{výsledek hospodaření}}{\text{náklady}}$$

Vývoj toho ukazatele by měl podléhat stejnému vývojovému trendu jako ostatní ukazatele rentability. Už i horizontální analýza vývoje tržeb a nákladů může napovědět, jakým způsobem se bude vyvíjet rentabilita nákladů.

Při analýze nákladů lze mimo tohoto poměru použít také poměr zisku před zdaněním a úroky k celkovým nákladům nebo podíl pohledávek k tržbám, což je ukazatel, který představuje objem nerealizovaných tržeb (za uspokojivé lze označit hodnoty okolo 20 %).

S rentabilitou tržeb a rentabilitou nákladů souvisí ještě nákladovost vyjádřená jako doplňkový ukazatel k rentabilitě tržeb.

$$\text{Nákladovost} = 1 - \text{rentabilita tržeb}$$

Obecně platí, že čím je nižší hodnota tohoto ukazatele, tím lepší hospodářské výsledky podnik dosahuje, neboť 1 Kč tržeb dokázal vytvořit s menšími náklady. Je však nutné si také uvědomit, že ke zvýšení absolutní částky zisku lze dojít nejen snižováním nákladů, ale také zvyšováním odbytu.

### 5.3 UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

Pojmem zadluženost vyjadřujeme skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv ve své činnosti cizí zdroje, tedy dluh. V reálné ekonomice u velkých podniků nepřichází v úvahu, že by podnik financoval veškerá svá aktiva z vlastního anebo naopak jen z kapitálu cizího.

Použití výhradně vlastního kapitálu totiž jednoznačně s sebou přináší snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu. Naopak financování výhradně z cizích zdrojů by bylo pravděpodobně spojeno s obtížemi při jeho získávání. Faktem ovšem je, že tuto situaci ani zákon nepřipouští, neboť musí existovat určitá výše vlastní kapitálu – obchodní zákoník ji vyžaduje. Jedním ze základních problémů finančního řízení podniku je tedy vedle stanovení celkové výše potřebného kapitálu i volba správné skladby zdrojů financování jeho činnosti. Podstatou analýzy zadluženosti je hledání optimálního vztahu mezi vlastním a cizím kapitálem – hovoříme o finanční struktuře.

Při analýze finanční struktury firem se používá celá řada ukazatelů zadluženosti, které jsou odvozeny především z údajů v rozvaze. Analýza zadluženosti porovnává rozvahové položky a na základě toho zjistí, v jakém rozsahu jsou aktiva podniku financována cizími zdroji. V následujícím textu jsou uvedeny základní poměrové ukazatele, ale v praxi může být poměrových ukazatelů zadluženosti mnohem více.

#### UKAZATEL VĚŘITELSKÉHO RIZIKA

Základním ukazatelem, kterým se zpravidla vyjadřuje celková zadluženost, je poměr celkových závazků k celkovým aktivům, který se nazývá také ukazatel věřitelského rizika (debt ratio).

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$$

Obecně platí, že čím je vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím je vyšší riziko věřitelů. Tento ukazatel je však nutno posuzovat v souvislosti s celkovou výnosností podniku a také v souvislosti se strukturou cizího kapitálu. Vysoká hodnota tohoto ukazatele může být z hlediska držitelů kmenových akcií příznivá tehdy, je-li podnik schopen dosáhnout vyššího procenta rentability než je procento úroků placené z cizího kapitálu. Věřitelé obecně preferují nízké hodnoty tohoto ukazatele. Platí však také, že u finančně stabilního podniku může dočasný růst zadluženosti vést ke zvýšení celkové rentability vložených prostředků.

#### UKAZATEL SAMOFINANCOVÁNÍ

K měření zadluženosti se dále používá poměru vlastního kapitálu k celkovým aktivům - koeficient samofinancování (equity ratio), což je doplňkový ukazatel k ukazateli věřitelského rizika a jejich součet by měl dát přibližně 1 (rozdíl může být způsoben nezapočtením ostatních pasív do jednoho z ukazatelů).

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}$$

Tento ukazatel vyjadřuje proporcii, v níž jsou aktiva společnosti financována penězi akcionářů. Je považován za jeden z nejdůležitějších poměrových ukazatelů zadluženosti pro hodnocení celkové finanční situace, nicméně opět je důležitá jeho návaznost na ukazatele rentability.

Dalším poměrovým ukazatelem ze skupiny ukazatelů zadluženosti je poměrový ukazatel označovaný jako debt-equity ratio, což je poměrový ukazatel velmi úzce navazující na předchozí poměrové ukazatele. Jde o poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu firmy, nicméně mnohem častěji se využívá jeho převrácená hodnota, která měří míru finanční samostatnosti podniku. U tohoto ukazatele ale platí, že při finanční analýze musíme přihlídnout také k leasingovému financování, které by mělo být k cizímu kapitálu přičteno v rámci objektivizace výsledků míry finanční samostatnosti.

### ÚROKOVÉ KRYTÍ

Proto, aby firma zjistila, zda je pro ni ještě dluhové zatížení únosné, je konstruován ukazatel úrokového krytí.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

Ukazatel úrokového krytí nám udává, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Úrokové krytí ukazuje, jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. V zahraničí jsou za doporučené hodnoty označovány hodnoty dosahující trojnásobku nebo i více. Tyto hodnoty jsou doporučovány proto, že je potřeba myslet na fakt, že po zaplacení úroků z dluhového financování by měl zůstat ještě dostatečný efekt pro akcionáře. Podmínka takto vysoké úrovně úrokového krytí je logická, neboť podniky, které dosahují vyššího růstu tržeb, jsou schopny v mnohem větším rozsahu využívat cizí kapitál, protože budou schopny platit fixní částku úroku. Neschopnost platit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku.

### MAXIMÁLNÍ ÚROKOVÁ MÍRA

Pro lepší posouzení možnosti zadlužení, resp. dalšího zadlužení je možno použít ještě další dva ukazatele. Prvním je maximální úroková míra.

$$\text{Maximální úroková míra} = \frac{\text{finanční náklady}}{\text{úplatné zdroje}}$$

Sám o sobě by ukazatel nebyl až tak zajímavý, začíná být zajímavý až při jeho porovnání s rentabilitou vypočtenou poměrem mezi EBIT a celkovými aktivy. Komparací získáme ukazatel podmínek pro zadlužení, tedy druhý ukazatel. Platí, že je-li rentabilita vyšší než maximální úroková míra, existují podmínky pro další zadlužování firmy. V opačném případě se další zadlužování nedoporučuje z důvodu zvyšování rizika insolventnosti.

Z hlediska zadluženosti obecně platí, že čím je vyšší objem závazků, tím více je potřeba v budoucnosti věnovat pozornost tvorbě prostředků na jejich splácení. Všechny ukazatele zadluženosti umožňují firmám určit, v jakém rozsahu jsou aktiva dané společnosti financována cizími zdroji. V podstatě nelze ani jednoznačně určit jakékoliv kritérium optimality, neboť je důležité si znovu uvědomit, kdo tyto ukazatel posuzuje a v jakém oboru firma podniká. Obecně se soudí, že průmysl využívá vyváženější poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a kloní svou strukturu spíše na stranu vlastního kapitálu, zatímco stavebnictví a obchod kloní svou strukturu k méně vyváženému poměru a k cizím zdrojům financování. Rozdíl mezi stavebnictvím a obchodem a službami ještě spočívá v tom, že stavebnictví v cizím kapitálu obvykle disponuje dlouhodobějšími zdroji financování, zatímco obchod klade důraz na vysoce obrátkové cizí zdroje financování.

## 5.4 UKAZATELE AKTIVITY

Ukazatele aktivity měří schopnost společnosti využívat vložených prostředků a měří vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasív. Tyto ukazatele nejčastěji vyjadřují počet obrátek jednotlivých složek zdrojů nebo aktiv nebo dobu obratu - což je reciproká hodnota k počtu obrátek. Jejich rozbor slouží především k hledání odpovědi na otázku, jak hospodaříme s aktivy, jejich jednotlivými složkami a také jaký má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Obecná podoba ukazatelů aktivity má následující podobu.

$$\text{Obrat} = \frac{\text{tržby}}{\text{položka aktiv nebo pasív}} \quad \text{a k tomu} \quad \text{Doba obratu} = \frac{365}{\text{obrat}}$$

To, že tyto ukazatele mají návaznost na ukazatele rentability, je nejvíce patrné na ukazateli obratu celkových aktiv, bývá též označován jako vázanost celkového vloženého kapitálu. Tento ukazatel je vyjádřen jako poměr tržeb k celkovému vloženému kapitálu (z aktiv v bilanci) a je součástí klasického pyramidového rozkladu ukazatele rentability vlastního kapitálu.

Dalším ukazatelem je **ukazatel obratu zásob**, resp. rychlost obratu zásob, což je poměr tržeb a průměrného stavu zásob. Odvozeným ukazatelem je doba obratu zásob, což je poměr 365 dní ku obratovosti zásob. Tento ukazatel nám udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Obecně platí, že čím je vyšší obratovost zásob a kratší doba obratu zásob, tím lepší je situace. Je však potřeba pamatovat na optimální velikost zásob, která bude do značné míry závislá na oboru podnikání.

Obdobným způsobem lze vypočítat **obrat pohledávek**, která je vyjadřována jako poměr tržeb k pohledávkám. Doplňkovým ukazatelem je opět doba obratu pohledávek - tedy 365 dní ku obratovosti pohledávek - tento ukazatel vypovídá o tom, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, respektive za jak dlouho jsou pohledávky v průměru splaceny. Doporučovanou hodnotou je samozřejmě běžná doba splatnosti faktur, neboť většina expedovaného zboží je fakturována a každá faktura má svou dobu splatnosti. Je-li doba obratu pohledávek delší než běžná doba splatnosti faktur, znamená to nedodržování obchodně úvěrové politiky ze strany obchodních partnerů. Avšak v současnosti je poměrně běžné, že je doba úhrady faktury delší než deklarovaná. Rozhodně je v tomto případě důležité přihlídnout k tomu, jaká je velikost analyzované firmy, neboť pro malé firmy delší doba splatnosti pohledávek může v konečném důsledku znamenat značné finanční problémy, zatímco velké firmy jsou z finančního hlediska schopny tolerovat delší dobu splatnosti. Časový horizont, který by mohl být považován za optimální, by měl však splňovat kritéria obchodní politiky firmy.

Základním rizikem z hlediska běžného fungování společnosti je platební neschopnost odběratele. Je to situace, kdy je podnik oficiálně považován za platebně neschopný, a to zpravidla v následujících případech (případně jejich analogii dle zahraničního práva):

- soud prohlásil konkurz na majetek dlužníka;
- soud zamítl návrh na prohlášení konkurzu pro nedostatek majetku dlužníka;
- soud potvrdil vyrovnání mezi dlužníkem a dodavatelem, který tímto utrpěl majetkovou újmu;
- dodavatel uzavřel úředně ověřené mimosoudní vyrovnání s dlužníkem, přičemž utrpěl majetkovou újmu ;
- výkonem rozhodnutí proti dlužníkovi nebyla pojištěná pohledávka plně uhrazena.

Nezaplacení faktury odběratelem ve sjednané lhůtě je častá situace na českém i zahraničním trhu. Řada firem se úmyslně vyhýbá platbám a snaží se unikat některým svým

dodavatelům. Tyto firmy však nejsou předloženy a zpravidla není možné na ně prohlásit konkurz. Jde tedy o projev platební nevěle, který se většinou definuje jako nezaplacení pohledávky dlužníkem (i částečné) do uplynutí definované doby po splatnosti (není-li veden spor o úplnost či kvalitu dodávky). V tomto kontextu bychom se tedy měli rozhodovat o tom, zda potenciálně nehrozí druhotná platební neschopnost, tedy jaká je situace v kontextu s dobou obratu závazků.

Jako poslední z této skupiny ukazatelů je **obrat závazků**. Tento ukazatel je poměrem tržeb k závazkům. K tomuto ukazateli můžeme vypočítat také dobu obratu závazků – 365 ku obratovosti závazků. Ukazatel vypovídá o tom, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Obecně je možno konstatovat, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek, aby nebyla narušena finanční rovnováha ve firmě. Nicméně tento ukazatel může být velmi užitečný pro věřitele, či potenciální věřitele, kteří z něj mohou vyčíst, jak firma dodržuje obchodně úvěrovou politiku.

## 5.5 UKAZATELE TRŽNÍ HODNOTY

Ukazatele tržní hodnoty (market value ratios, v češtině také ukazatele kapitálové trhu) se od předchozích skupin poměrových ukazatelů odlišují jednou skutečností, pracují totiž s tržními hodnotami. Tyto ukazatele tedy vyjadřují hodnocení firmy pomocí burzovních ukazatelů. Jsou důležité zejména pro investory či potenciální investory z hlediska hodnocení návratnosti investovaných prostředků. K nejdůležitějším ukazatelům této skupiny patří účetní hodnota akcií, čistý zisk na akcii, dividendový výnos, ukazatel P/E a poměr tržní ceny akcie k účetní hodnotě.

**Účetní hodnota akcií** odráží uplynulou výkonnost firmy. Pro tento ukazatel platí, že by měl v čase vykazovat rostoucí tendenci, neboť pak se firma pro potenciální investory jeví jako finančně zdravá.

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet emitovaných akcií}}$$

Podstatou propočtu je porovnání účetní hodnoty akcie s hodnotou tržní a také zjištění minulé výkonnosti podniku. Zisk, který je reinvestován, se projeví jako přírůstek vlastního kapitálu a je tak základem pro možnou expanzi firmy.

Čistý zisk na akcii (earnings per share, EPS) informuje akcionáře o velikosti zisku na jednu kmenovou akcii.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{EAT}}{\text{počet emitovaných akcií}}$$

Tato informace je zajímavá především proto, že zisk je zpravidla rozdělován na dvě základní části: na zisk určený pro výplatu dividend a zisk reinvestovaný. Akcionář, resp. investor se tak může přesvědčit, s jakou intenzitou je pracováno s jeho svěřenými prostředky a jaká případná dividendy by mohla být vyplacena, pokud by firma část zisku nereinvestovala. Je tedy zřejmé, že nám tento ukazatel rozhodně neumožní zjistit konkrétní výši dividendy. To může určit pouze valná hromada. Někdy se v literatuře označuje tento poměr jako rentabilita na 1 akcii. U tohoto ukazatele je potřeba si uvědomit, že se jen velmi těžko bude odhadovat trend budoucího vývoje, neboť výnosy se chovají zcela náhodně a zisk je účetní položkou, která může být účetní politikou velmi významně ovlivňována.

Dividendový výnos je oproti předchozímu ukazateli poměr, který jednoznačně udává zhodnocení vložených finančních prostředků, neboť hlavní motivací pro investory je pravděpodobně rostoucí příjem z dividend.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$$

Zadržením zisku nevznikne pro akcionáře okamžitý užitek a akcie jsou méně atraktivní. V případě tohoto poměrového ukazatele nelze jednoznačně nadefinovat trend, neboť vzhledem ke konstrukci ukazatele, ve kterém ve jmenovateli figuruje tržní hodnota akcie, může nastat situace, že dividendový výnos bude klesat, i když se dividendy nezmění.

Dividendové krytí vypovídá o tom, kolikrát je dividendy kryta ziskem, který na ni připadá.

$$\text{Dividendové krytí} = \frac{\text{EPS}}{\text{dividenda na akcii}}$$

Tento ukazatel je také důležitý pro potenciální investory, neboť vypovídá o tempu růstu podniku.

Investory, kteří neinvestují do akcií primárně kvůli dividendám, očekávají zejména nárůst tržní ceny akcie a z toho plynoucí kapitálový výnos. Tyto investory bude zajímat například ukazatel P/E (price-earning ratio).

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{EAT na akcii}}$$

Z ukazatele vyplývá, kolik jsou akcionáři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku na akcii. Pro tento ukazatel platí, že čím je ukazatel v čase nebo v porovnání s jinými akciemi nižší, tím je pravděpodobnější, že je akcie podhodnocena a pro investora levnější, znamená tedy vhodnou investiční příležitost. Nízká hodnota tohoto ukazatele při relativně vysokém zisku také může znamenat, že investoři odhadují trend snižování zisku firmy a tím i očekávaných příjmů v budoucnosti. Toto pravidlo je však pouze orientační. Správné načasování nákupu cenného papíru je problematika mnohem složitější.

Kromě ukazatele P/E se využívá také ukazatel M/B (market to book ratio), což je ukazatel poměru tržní ceny akcie k její účetní hodnotě.

$$M/B = \frac{\text{tržní hodnota akcie}}{\text{účetní hodnota akcie}}$$

Je-li hodnota tohoto ukazatele vyšší než 1, znamená to, že tržní hodnota firmy je vyšší, než je ocenění vlastního kapitálu v rozvaze. Problém nastává, je-li hodnota výrazně nižší než jedna, neboť v takovém případě není potenciální reprodukční schopnost firemních aktiv hodnocena jako dostatečná vzhledem k objemu akciového kapitálu a vyšší rizika s ním spojeného.

## 5.6 UKAZATELE CASH FLOW

Úkolem analýzy peněžních toků je zachytit jevy, které signalizují platební potíže a posoudit, k jakému výsledku spěje finanční situace firmy. Některé varovné signály vyplývají ze samotné struktury peněžních toků a také ze vzájemného poměru příjmů a výdajů z finanční činnosti.

Podstatnou vypovídací schopnost mají ukazatele, které poměřují finanční toky z provozní činnosti k některým složkám výsledovky či rozvahy. Vymezení obsahu ukazatele je podřízeno účelu jejich použití. U ukazatelů cash flow je jejich účel dán potřebou vyjádření vnitřního finančního potenciálu podniku, resp. jeho vnitřní finanční síly. Takto vymezený ukazatel cash flow je pak mírou schopnosti podniku tvořit z vlastní hospodářské činnosti finanční přebytky použitelné k financování existenčně významných potřeb: investic, dividend



a závazků. Základní vztah pro výpočet cash flow v podobě vnitřního finančního potenciálu vyjadřuje rovnice: Cash flow = zisk + odpisy ± změna dlouhodobých rezerv.

**Obratová rentabilita** nám udává finanční efektivitu podnikového hospodaření, jedná se o ukazatel finanční rentability obratu.

$$\text{Obratová rentabilita} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{obrat}}$$

Obrat v tomto ukazateli představuje příjmy z běžné činnosti podniku. Ve finanční analýze prezentuje výše ukazatele a jeho vývoj v čase schopnost podniku vytvářet z obratového procesu finanční přebytky nutné pro další posilování pozice podniku, k udržení či opětovnému získání finanční nezávislosti a k obsluze kapitálu. Jeho vypovídací schopnost se zvyšuje v kombinaci s obrátkou kapitálu (obrat /celkový kapitál). Součin obou ukazatelů vypovídá o **finanční efektivitě nasazeného kapitálu**

$$\text{Finanční efektivita kapitálu} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{pasíva celkem}}$$

Z této rovnice vyplývá, že podmínkou tvorby cash flow je schopnost produktivně využívat celkový vložený kapitál za účelem obratu. Čím bude schopnost využití kapitálu vyšší, tím nižší bude obratová rentabilita při neměnné finanční rentabilitě kapitálu.

**Stupeň oddlužení** je poměr mezi financováním cizím kapitálem a schopností podniku vyrovnávat vzniklé závazky z vlastní finanční síly.

$$\text{Stupeň oddlužení} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{cizí kapitál}}$$

Ukazatel je indikátorem racionality finanční politiky podniku. V praxi bývá tento ukazatel interpretován jako převrácená hodnota doby návratnosti úvěru. Za rozumnou velikost ukazatele oddlužení bývá považována hodnota mezi 20 a 30 %. Větší vypovídací schopnost však má vývoj tohoto ukazatele v čase, přičemž klesající hodnota indikuje rostoucí finanční napjatost finanční pozice podniku.

**Modifikovaný ukazatel oddlužení** je ukazatel, který vypovídá o velikosti „volného“ finančního potenciálu k úhradě nového úvěru.

$$\text{Modifikovaný ukazatel oddlužení} = \frac{\text{disponibilní CF}}{\text{nový úvěr}}$$

Disponibilní cash flow jsou cash flow z obratového procesu snížené o nezbytně nutné využití finančních prostředků. Ve jmenovateli je tzv. „nový úvěr“, což je úvěr potřebný k financování podnikových potřeb.

**Stupeň samofinancování investic**, jde o ukazatel, který charakterizuje míru finančního krytí investic z vlastních interních finančních zdrojů.

$$\text{Stupeň samofinancování investic} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{investice}}$$

Je-li jeho hodnota vyšší než 100 %, pak to umožňuje alternativní využití volných finančních prostředků. Je-li hodnota nižší, vede to k nutnosti externího financování investic. Rozdíl mezi velikostí cash flow a investicemi se může projevit takto: jsou-li cash flow vyšší než investice, může to znamenat zvýšení finančního fondu nebo využití finančního fondu na

splátky, jsou-li cash flow nižší než investice, znamená to zmenšení finančního fondu a nutnost krytí schodku externími finančními zdroji.

**Finanční využití vlastního kapitálu**, což je ukazatel hodnotící vnitřní finanční potenciál vlastního kapitálu.

$$\text{Finanční využití vlastního kapitálu} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Tento ukazatel představuje při časovém a mezipodnikovém srovnání účelový doplněk k rentabilitě vlastního kapitálu.

Doplňkovým ukazatelem k pákovému efektu je podíl cash flow po úrocích ke cash flow před úroky, toto je faktor, který může signalizovat neúnosné riziko zadluženosti. Budeme-li tento ukazatel sledovat v čase, pak pokles tohoto ukazatel signalizuje vyšší zadluženost nebo snižující se výtěžek z nasazení cizího kapitálu.

**Finanční rentabilita finančního fondu** je ukazatel, který vyjadřuje míru schopnosti podniku reprodukovat z vnitřních zdrojů hodnotu finančního fondu.

$$\text{Finanční rentabilita finančního fondu} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{finanční fond}}$$

Finanční fond je čistý pracovní kapitál, který se může zvyšovat ve sledovaném období i v důsledku externích finančních toků. Proto se využívá ještě doplňkový ukazatel k tomuto ukazateli a tím je poměr cash flow/celkovým příjmům finančního fondu, který ukazuje velikost podílu přebytků získaných z obrátového procesu nad výdaji v celkových příjmech. Obecně by měly tyto ukazatele nabývat vyšších hodnot, neboť pokles cash flow v celkových příjmech predikuje buď vyšší objem externích finančních zdrojů, nebo pokles vnitřního finančního potenciálu firmy.

Posledním ukazatelem, v jehož struktuře jsou cash flow v čitateli, je ukazatel **cash flow na akcii**.

$$\text{Cash flow na akcii} = \frac{\text{čistý peněžní tok}}{\text{počet emitovaných akcií}}$$

Ukazuje, jaká je výnosnost investice do cenných papírů v podobě akcií. Tento ukazatel má odpovídající vypovídací schopnost především v časové řadě a díky němu je možné i mezifirmní srovnání.

Dosud jsme se zabývali ukazateli, které mají cash flow v čitateli, nicméně se využívají také poměrové ukazatele, které mají cash flow ve jmenovateli. Tím nejvýznamnějším je **úvěrová způsobilost z cash flow**.

$$\text{úvěrová způsobilost z cash flow} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{CF z provozní činnosti}}$$

Jeho hodnota vyjadřuje, kolikrát musí podnik vytvořit sumu finančních zdrojů, aby vlastními silami pokryl všechny závazky. Čím je hodnota tohoto ukazatel vyšší, tím více musí podnik vydat na splátky úvěrů a tím méně zůstává na investování a rozvoj.

## 5.7 VYPOVÍDACÍ SCHOPNOST POMĚROVÉ ANALÝZY

Závěry ohledně vypovídací schopnosti poměrových ukazatelů je možno shrnout do následujících několika bodů:

1. Je téměř vyloučené, aby podnik byl mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Nejčastěji se různým způsobem kombinují dobré a horší výsledky v různých oblastech. Vzniká nám tak metodický problém souhrnného ocenění a syntéza výpovědi více ukazatelů. Těmito otázkami se budeme zabývat v tématu Souhrnné indexy hodnocení, kapitola 7.
2. Určitá hodnota ukazatele nic nevypovídá o tom, zda je situace v podniku v dané chvíli dobrá nebo ne. Vysoká hodnota ukazatele běžné likvidity může stejně dobře znamenat vysokou likviditu, ale také velký rozsah nesplacených pohledávek.
3. Je otázkou, zda má smysl počítat všechny poměrové ukazatele také pro velké firmy. Je totiž velmi obtížné získat srovnávací hodnoty, neboť struktura činnosti každé společnosti je naprosto jedinečná.
4. Poměrové ukazatele lze účelově vylepšovat. Jde to zejména proto, že mají statickou povahu. Tento vliv může mít například leasing, který může vylepšit ukazatel využití aktiv.

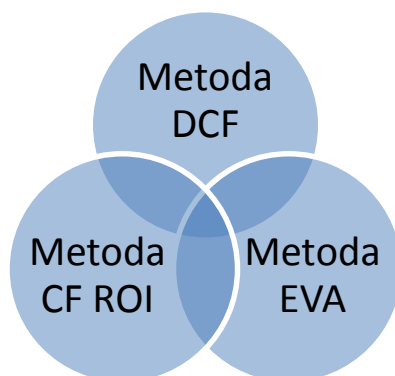
## 5.8 MODERNÍ METODY

Kvůli zvyšujícím se nárokům investorů se stále vytváří nové ekonomické modely a konstrukce. Jejich cílem je vyjádřit reálný obraz efektivnosti hospodaření včetně budoucího vývoje pomocí takových ukazatelů, jejichž vývoj koreluje co nejvíce s pohyby kursů akcií na kapitálových trzích. Vedení podniku tak musí usilovat o co největší přínos pro akcionáře v podobě dividend a hlavně pak v růstu cen akcií. Právě nutnost neustálého zvyšování hodnoty pro akcionáře vede k zakomponování těchto potřeb do systému řízení podniku. Tradiční způsoby řízení jsou založeny na kombinaci strategických cílů (výkonnosti, tržního podílu...) a finančních cílů, které jsou odvozovány z účetních výkazů (provozní zisk, zisk z běžné činnosti...). Z těchto údajů jsou pak odvozovány ukazatele rentability (ROE, ROA) atd.. Problém však je, že ukazatele odvozené z účetního výsledku nedostatečně korelují s tvorbou akcionářské hodnoty a tak růst hospodářského výsledku nemusí znamenat růst ceny akcií na kapitálovém trhu. Mezi nedostatky účetních ukazatelů patří fakt, že vykázaný zisk lze výrazně ovlivnit i pomocí legálních účetních postupů a účetní ukazatele nezohledňují riziko a časovou hodnotu peněz.

V 80. letech bylo snahou tento nedostatek řešit pomocí diskontovaného Cash-flow. Metoda DCF však není příliš použitelná jako nástroj běžného řízení podniků a nelze tedy na ní stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti řídicích pracovníků. Na druhou stranu bylo dokázáno, že metoda DCF má se skutečně dosahovanou tržní hodnotou užší souvislost než zisk na akcii a ukazatele ROE. Moderní metody se soustřeďují na hodnocení výkonnosti na základě analýzy výnosů. Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užítkem pro jeho držitele (tímto užítkem jsou očekávané výnosy).

Podle toho, pro jakou veličinou jsou výnosy charakteristické, se pak rozlišují jednotlivé metody pro ocenění podniku. Existují tři základní výnosové metody shrnuté v následujícím schématu.

Schéma č. 24. Základní moderní metody hodnocení



Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF) je základní výnosovou metodou, v níž jsou peněžní toky reálným příjmem a reálným vyjádřením užítku produkovaného podnikem, přesně tak odrážejí tvorbu hodnoty. Metoda se vyskytuje v třech základních variantách: Metoda entity (za podnik jako celek), Metoda equity (vlastní kapitál), Metoda APV (Adjusted present value – upravená současná hodnota). Cílem všech tří metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se liší tím, jak se k hodnotě vlastního kapitálu dostávají.

Metoda CF ROI vychází z rentability, která je založená na hotovostních tocích. Tento model chápe podnik jako souhrn investičních projektů. Každý projekt pak představuje určité výdaje v daném roce a přinese v dalších letech – po dobu své životnosti řadu peněžních toků. Podrobnější postup propočtu je součástí obchodního tajemství firmy Boston Consulting Group, případný zájemce o praktické použití této metody by tedy musel zakoupit licencovaný software.

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) se řadí mezi nové hodnotové ukazatele. Jako nástroj ocenění podniků nebo i projektů dává metoda matematicky shodné výsledky jako modely založené na diskontovaných peněžních tocích. Tato shoda znamená důležitý závěr pro činnost odhadců podniku a to, že výše investovaného kapitálu není relevantní, pokud je cílem zjistit ocenění podniku jako celku. Při takovémto výpočtu tedy není nutno co nejpřesněji vyjadřovat operativní aktiva. Další výhodou metody EVA je, že při oceňování nám poskytuje další dodatečné informace, které metoda diskontovaného CF nezachycuje. EVA není pouze měřítkem výkonnosti, ale také vodítkem pro finanční management, pro mnohá rozhodnutí na kterékoliv úrovni řízení. EVA může vést manažery, aby se chovali jako vlastníci tím, že váže jejich odměny přímo na změny v EVA. Manažeři mají tak možnost zbohatnout, jen pokud zbohatnou také vlastníci (akcionáři – shareholders). Pokud si vedou dobře vlastníci, pak to znamená, že si povedou dobře také zaměstnanci, dodavatelé, vláda nebo obec (tedy stakeholders). Všechny společnosti působící v kterémkoliv odvětví jsou si vzájemnými konkurenty ve snaze získávat kapitál. Pokud je EVA správně vypočítána, pak je pro management snadné určit, které investice vytváří či nevytváří hodnotu. Je-li ukazatel EVA používán pro srovnání výkonnosti podniků, pak je nutné ukazatel přepočítat na investovaný kapitál. Model EVA také umožňuje vytvoření bonusového systému, který motivuje zaměstnance ke zvyšování akcionářské hodnoty. Nevýhody spojené s ekonomickou přidanou hodnotou se týkají především absence standardizovaného postupu úprav vstupních účetních parametrů na ekonomický model, čímž je do konceptu vnesen prvek subjektivního hodnocení. Pokud je v podniku nedostatečná obnova majetku, který je stále více odepsaný, důsledkem toho je v provozu stále méně vázaného kapitálu – výkonnost podniku pak ve skutečnosti může klesat, ale EVA poroste. Proto při hodnocení podniku se nelze omezit pouze na hodnotu

v aktuálním roce, ale je třeba dále prognózovat i její budoucí vývoj. Existují tři možné způsoby výpočtu:

- EVA entity – do výpočtu NOPAT se zahrnuje výsledek hospodaření použitelný pro vlastníky (akcionáře), také ale úroky z cizího kapitálu, které jsou výnosem věřitelů; tato varianta je považována za základní
- EVA equity – diskontní míra je vyjádřena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu; NOPAT je v tomto případě snížen o placené úroky
- EVA APV – je nejméně užívaná metoda, kde diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, ale při nulovém zadlužení podniku (Mařík, Maříková, 2005)

## 5.9 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA

Ústřední myšlenkou ekonomické přidané hodnoty<sup>4</sup> je fakt, že investice vytváří svým investorům hodnotu pouze v tom případě, že její očekávaná výnosnost přesáhne její kapitálovou nákladovost. EVA rozvíjí náklady kapitálu směrem k oceňování ekonomické výkonnosti. Firma vytváří hodnotu tehdy, je-li čistý provozní hospodářský výsledek (NOPAT) vyšší než náklady použitého kapitálu (tedy součet úroků placených a vyplacených dividend). Tuto definici je možné převést také do následující rovnice:

$$EVA = EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) - WACC * C$$

<i>EBIT</i>	provozní hospodářský výsledek	<i>C</i>	celkový použitý kapitál
<i>WACC</i>	vážené průměrné náklady kapitálu		

První část vzorce bývá označována jako čistý provozní hospodářský výsledek (NOPAT), neboť do součinu vstupují pouze provozní hospodářský výsledek a výše daňové sazby. Cílem čistého provozního hospodářského výsledku je přiblížit v maximální možné míře účetní pojetí firemního zisku pojetí investorů. Druhá část vzorce se zabývá celkovým investovaným kapitálem, který je zpoplatněn a váženými průměrnými náklady kapitálu. Vážené průměrné náklady kapitálu vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$WACC = r_d * (1 - d) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C}$$

$r_d$	náklady na cizí kapitál	$C$	celkový použitý kapitál
$d$	sazba daně z příjmů právnických osob	$D$	cizí kapitál
$r_e$	náklady vlastního kapitálu	<i>WACC</i>	vážené průměrné náklady kapitálu

WACC se tedy skládají z nákladů na cizí kapitál a nákladů na kapitál vlastní. Teorie ekonomické přidané hodnoty vychází z toho, že firma má jeden z hlavních cílů maximalizaci ekonomického zisku. Nejde tedy firmě o maximalizaci zisku účetního, který je běžně vykazován v rozvaze rozdílem mezi výnosy a náklady. Rozdíl mezi těmito dvěma pojmy spočívá především v položce nákladů, které u ekonomického zisku zahrnují také alternativní náklady (náklady ušlých příležitostí), z čehož vyplývá, že klasické vyjádření zisku ignoruje především náklady vlastního kapitálu, neboť náklady na cizí kapitál (úroky placené) ve výsledovce zahrnuté jsou.

Problémovou kategorií jsou tedy náklady na vlastní kapitál. Jejich odhad není snadný. Společnosti totiž neslibují napřed míru zhodnocení investovaných prostředků běžným akcionářům. Při nejběžnějším vyjadřování nákladů vlastního kapitálu se vychází

<sup>4</sup> Pozor není možné zaměňovat ekonomickou přidanou hodnotu za přidanou hodnotu, která je součástí výsledovky. Přidaná hodnota v pojetí výkazu zisku a ztráty vyjadřuje, co firma vyrobila bez vlivu spotřeby materiálu.

z bezrizikové úrokové sazby ( $r_f$  - rate of return risk-free security), kterou navýšíme o přírážku za riziko, které vyplývá z investice do akcie. V případě odhadu rizika se zpravidla vychází z vývoje výnosnosti akcií v předchozích letech a tu porovnáme s výnosností bezrizikových státních obligací. Součet úrokové sazby státních obligací a rozdílu výnosností z předchozích let je výsledná výše nákladů vlastního kapitálu. Tento způsobem zjišťování nákladů vlastního kapitálu je zjednodušením. Ve skutečnosti se názory na zjišťování nákladů vlastního kapitálu velmi výrazným způsobem odlišují a jsou předmětem sporů ekonomů při zjišťování ekonomické přidané hodnoty.

Ekonomický zisk každopádně vzniká až v okamžiku, kdy účetní zisk převyšuje jak klasické náklady, tak i náklady ušlých příležitostí. Na první pohled by se zdálo, že dosáhnout vyšší ekonomické přidané hodnoty můžeme tak, že využijeme dluhové financování, které je levnější<sup>5</sup>. Avšak větší využití dluhu, zvyšuje rizikovost investice pro akcionáře, kteří obvykle mají averzi k riziku, a ti pak budou požadovat zvýšení výnosnosti investice. Což jednoznačně znamená, že dluhové financování zároveň zvyšuje náklady vlastního kapitálu.

Podle různých teorií atraktivita tohoto ukazatele spočívá v tom, že v sobě obsahuje základní funkce managementu: rozpočtování kapitálu, oceňování firemní výkonnosti a stimulační odměňování. Ekonomická přidaná hodnota by tak mohla nahradit celou řadu běžně počítaných poměrových ukazatelů jako je ROA, EPS, čistá současná hodnota, vnitřní výnosové procento a podobně. Výše ekonomické přidané hodnoty a její změny umožňují měřit výkonnost firmy, ale právě fakt obtížného zjišťování nákladů vlastního kapitálu vede k tomu, že ukazatel EVA se v naší ekonomické praxi ještě příliš nezabydlel. Dalším problémem je také to, že ekonomická přidaná hodnota se vyjadřuje absolutně a není tedy možné zajistit srovnání tohoto ukazatele s jakoukoliv jinou firmou, či snad oborovým průměrem.<sup>6</sup>

## SHRNUTÍ KAPITOLY POMĚROVÁ ANALÝZA

V rámci této kapitoly jste se dozvěděli informace o základních poměrových ukazatelích, které je možno využívat při realizaci finanční analýzy konkrétní firmy. Poměrové ukazatele jsme rozčlenili do základních skupin, v rámci nichž jsme uvedli nejvýznamnější poměrové ukazatele.

Obecně je největší význam připisován poměrovým ukazatelům rentability a likvidity. K dalším skupinám patří ukazatele zadluženosti, aktivity, ukazatele kapitálového trhu a ukazatele cash flow. Neznamená to, že by tyto ukazatele měly menší vypovídací schopnost, je to jen logické vyústění toho, co nejvíce zajímá akcionáře (tedy zisk, resp. dividendy), a toho, co nejvíce zajímá management (je rovněž zainteresován na tvorbě zisku a zároveň musí zajistit stabilní finanční pozici firmy, o čemž vypovídají poměrové ukazatele likvidity). Rentabilita je vyjadřována poměrem zisku k částce vloženého kapitálu. Co lze obecně ještě říci je fakt, že ukazatele rentability slouží k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti a jde o ukazatele, které jednoznačně nejvíce budou zajímat akcionáře a potenciální investory. Ukazatele rentability by v časové řadě měly mít obecně rostoucí tendenci. Ke zjišťování rentability jsou v praxi používány nejvíce tyto ukazatele: ukazatel rentability celkového vloženého kapitálu, ukazatel rentability vlastního kapitálu, rentabilita odbytu, rentabilita nákladů.

Samotný pojem likvidita se ve finanční analýze používá ve dvou významech: jako likvidita určité složky majetku (jde o vyjádření vlastnosti dané složky majetku rychle a bez

<sup>5</sup> Na tuto problematiku jsme již narazili při vysvětlování pákového efektu u ukazatelů rentability v této kapitole.

<sup>6</sup> Více k výpočtu a interpretaci Ekonomické přidané hodnoty viz. Kislíngrová, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H.Beck 2004, str. 94 nebo také metodika EVA Ministerstva průmyslu a obchodu ČR na [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) v rubrice analýzy.

velké ztráty hodnoty se přeměnit na peněžní hotovost; tato vlastnost bývá v některé literatuře označována jako likvidnost) a likvidita podniku (jde o vyjádření schopnosti podniku uhradit včas své platební závazky; zdůrazňuje se tak schopnost označována jako okamžitá solventnost, jde o relativně úzké vymezení likvidity k určitému dni, okamžiku; při širším vymezení se posuzování likvidity neomezuje na stav k určitému okamžiku, ale orientuje se na vývoj v čase). Nedostatek likvidity vede k tomu, že podnik není schopen využít ziskových příležitostí, které se při podnikání objeví, nebo není schopen hradit své běžné závazky. To může vyústit v platební neschopnost a vést k bankrotu. Podmínkou solventnosti je likvidita. Z hlediska zadluženosti obecně platí, že čím je vyšší objem závazků, tím více je potřeba v budoucnosti věnovat pozornost tvorbě prostředků na jejich splácení. Všechny ukazatele zadluženosti umožňují firmám určit, v jakém rozsahu jsou aktiva dané společnosti financována cizími zdroji. V podstatě nelze ani jednoznačně určit jakékoliv kritérium optimality, neboť je důležité si znovu uvědomit, kdo tyto ukazatele posuzuje.

Analýzy doby obratu zkoumají intenzitu využití prostředků zpravidla vyjádřenou ve dnech. Ukazatele aktivity měří efektivnost podnikatelské činnosti a využití zdrojů podle rychlosti obratu vybraných položek rozvahy. K základním ukazatelům patří relativní vázanost stálých aktiv, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu dluhů. Zrychlení doby obratu se pokládá za příznivý jev, je však nutné pracovat s delším časovým horizontem, aby bylo zajištěno srovnání v časové řadě. Důležitá je rovněž analýza ukazatelů cash flow, neboť nám umožní komplexnější pohled na likviditu.

## KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 5

1. Co je to likvidita a proč je důležité pro firmu její sledování.
2. Jaké druhy likvidity v rámci poměrových ukazatelů rozlišujeme?
3. Která z vámi uvedených likvidit je podle vašeho názoru nejpodstatnější pro posouzení finanční situace firmy. Proč?
4. O čem vypovídá rozdílový ukazatel čistého pracovního kapitálu?
5. Je rozdíl mezi pracovním kapitálem a čistým pracovním kapitálem? Pokud ano, jaký.
6. Vysvětlete pojmy solventnost a likvidita.
7. Co je to kapitálová struktura, vysvětlete její význam z hlediska financování firmy.
8. Existuje rozdíl mezi finanční strukturou a kapitálovou strukturou? Pokud ano, jaký?
9. Jaké faktory mohou ovlivnit firmu při rozhodování o způsobu financování (tedy při rozhodování mezi vlastními a cizími zdroji financování)?
10. Co je to optimální kapitálová struktura, jak byste ji charakterizovali? Je možné ji zobecnit v konkrétním poměru? Svou odpověď zdůvodněte.
11. Jaký je rozdíl mezi obratovostí a obrátkami?
12. V jakých jednotkách je podle vás přehlednější vyjadřování ukazatelů aktivity?
13. Který z ukazatelů aktivity považujete za nejdůležitější z hlediska fungování firmy a proč?

## 6 PRAKTICKÁ APLIKACE POMĚROVÉ ANALÝZY

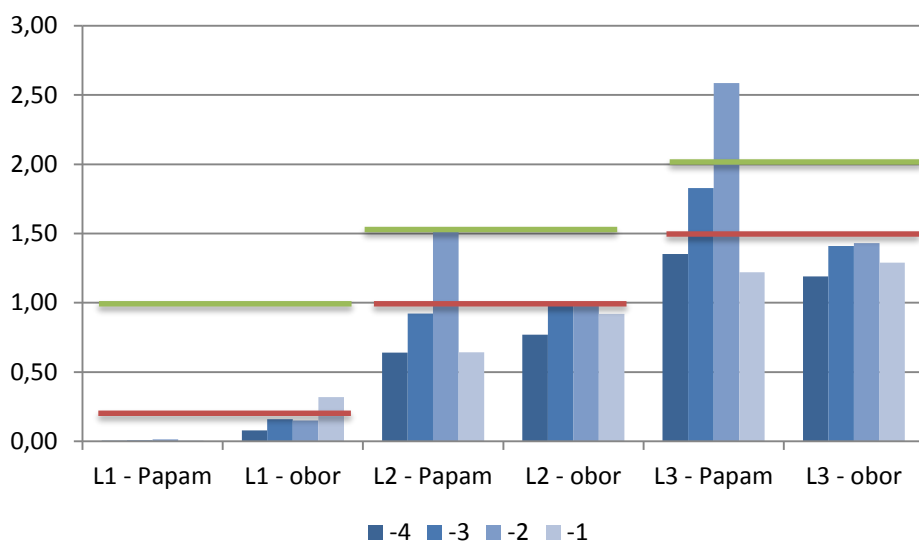
Standardně do této kategorie patří hodnocení rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity, postavení firmy na kapitálovém trhu a ukazatelů cash flow. Je samozřejmé, že není potřeba využít všechny skupiny poměrových ukazatelů, ale je potřeba zvolit takové, které jsou pro cílovou skupinu nezbytně nutné a které s již analyzovaným ukazatelem bezprostředně souvisí. V dalším textu je však pozornost věnována všem skupinám ukazatelů. Budeme postupovat stejně jako v předchozí kapitole, to znamená, že zachováme strukturu, avšak bude vynechána část týkající se kapitálového trhu, neboť firma není obchodována na kapitálových trzích. I u poměrové analýzy bude platit pravidlo přehlednosti a účelovosti výběru prezentovaných částí. Nesnažte se do grafu dostat za každou cenu všechny informace, měly by tam být jen ty, které pomohou uživateli finanční analýzy se v informacích zorientovat.

### 6.1 ANALÝZA LIKVIDITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Ukazatele likvidity odhalují schopnost podniku splácet krátkodobé závazky, neboť trvalá platební schopnost je jednou ze základních podmínek úspěšné existence podniku. Z okamžitých hodnot ukazatelů však nelze sestavit prognózu likvidity do budoucna. Přínosnější pro analyzovaný podnik je tedy pouze detailní analýza vývoje likvidity daného podniku v kratších časových intervalech.

Z hlediska prezentačního je strategie u likvidity odlišná od ostatních ukazatelů pouze v tom, že k ukazatelům likvidity existují doporučené hodnoty a ty by měly být v grafu uvedeny. Důvod je opět prostý, graf musí nést základní pravidlo a tím je PŘEHLEDNOST. Zavedením doporučených hodnot přímo do grafu, bude na první pohled patrné, zda firma těchto hodnot dosahuje, respektive ve které části doporučeného pásma se firma pohybuje. Ve verbálním projevu pak komentář přizpůsobte cílové skupině. To znamená, že bude-li cílovou skupinou potenciální investor či akcionář, bude lépe, budou-li se hodnoty pohybovat ve spodní hranici pásma (důvod je opět prostý, vysoké hodnoty likvidity znamenají neefektivní vázanost finančních prostředků v oběžných aktivech). Naopak bude-li cílovou skupinou skupina věřitelů, pak je výhodnější z hlediska potenciální prémie za riziko (ovlivní velikost úrokové sazby), aby se hodnoty pohybovaly v horní hranici pásma.

Graf č. 9 Analýza likvidity společnosti Papam



Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv



Z grafu je patrné, že společnost Papam drží likviditu v převážně většině let pod doporučenou úrovní. Výjimku tvoří rok -2, kdy úroveň L2 a L3 výrazně převyšuje hodnoty v ostatních letech. Je to způsobeno prudkým poklesem závazků v daném roce a růstem pohledávek v dané společnosti. Důvod prudkého poklesu bychom měli odhalit v návaznosti na vývoj tržeb – tedy zda pokles způsobilo zlepšení platební morálky odběratelů nebo je možné za poklesem spatřovat snížení poptávky po našich výrobcích (tedy pokles tržeb). V našem případě došlo k růstu celkových tržeb o necelých jedenáct procent, nicméně nárůst pohledávek je více jak třicetiprocentní. Poslední rok je ve znamení prudkého poklesu likvidity společnosti ve všech ukazatelích, což bylo způsobeno dvojnásobným přírůstkem závazků ve skupině. V tomto ohledu je možné konstatovat, že se určitě zhoršila platební morálka odběratelů a bude potřeba tedy řešit likviditu společnosti. Celkově je možné konstatovat, že z pohledu managementu by likvidní pozice firmy do budoucna mohla představovat určitý problém a bylo by vhodné zjistit, jak je nastavena obchodně úvěrová politika společnosti, tak aby nedocházelo k druhotné platební neschopnosti. Tuto situaci by sice společnost mohla řešit v součinnosti s mateřskou společností, ale určitá míra firemní finanční samostatnosti by byla vhodná. To lze tvrdit také v návaznosti na komparaci s oborovými hodnotami. Oborové hodnoty se u L1 a L2 pohybují v blízkosti spodní hranice doporučeného pásma. Jediná výrazně nižší vykazovaná hodnota je v L3 v posledním, která se stejně jako hodnoty společnosti Papam pohybuje pod úrovní doporučeného pásma. Srovnáním s oborem není tedy nutné vnímat likviditu tak špatně, jak to vyznívalo z komentářů samotné firmy, přesto však je nutné zdůraznit analýzu nakládání s prostředky. Bude-li se při takto nízké likviditě pozitivně vyvíjet rentabilita, budeme vnímat společnost jako společnost orientovanou na efektivnost, nikoliv na udržení platební pozice.

V návaznosti na komentář poměrových ukazatelů likvidity však musíme rovněž konstatovat, že firma po celé sledované období vykazuje kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu. Jeho hodnota má sice klesající tendenci, ale i přesto deklaruje skutečnost, že i kdyby musela firma uhradit veškeré závazky z podnikatelské činnosti, zůstala by určitá rezerva na zachování kontinuity další výroby.

**Tabulka č. 9** Vývoj čistého pracovního kapitálu ve společnosti Papam, s.r.o.

	-4	-3	-2	-1
Čistý pracovní kapitál	210 246	344 813	528 802	140 238

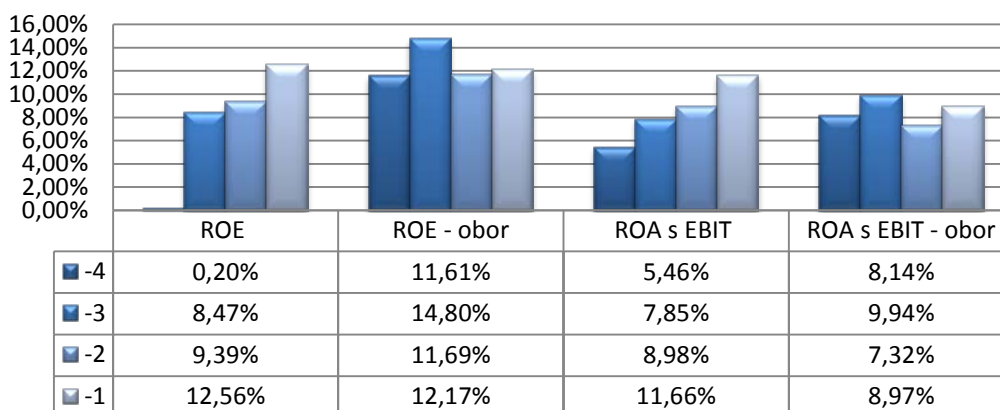
*Zdroj: vlastní propočty dle výročních zpráv společnosti*

## 6.2 ANALÝZA RENTABILITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Rentabilita (výnosnost) v sobě zahrnuje ukazatele poměřující zisk s jinými veličinami, aby se zhodnotila úspěšnost při dosahování podnikových cílů; rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu.

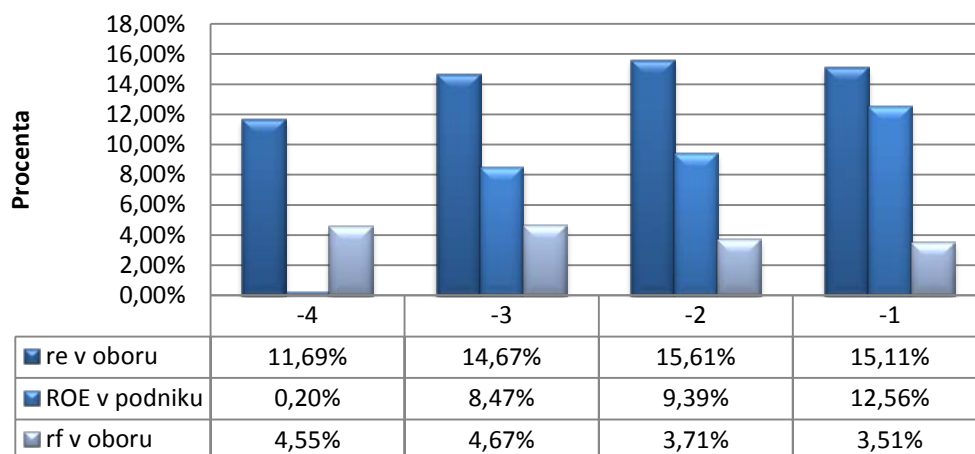
Z hlediska grafické interpretace je opět potřeba volit co nejpřehlednější formu. Do grafu vkládáme data, která se vzájemně nevyloučí, což znamená, že všechna zůstanou čitelná. U ukazatelů rentability je doporučeno, aby ukazatele v čase rostly, takže graf budeme volit tak, aby trend nárůstu či poklesu byl dostatečně patrný. Vhodné je také vložit do grafu zároveň údaje z oboru, které nám pomohou získat další srovnávací parametr. Postavení hodnot z oboru a z daného podniku vedle sebe v grafu, dává dokonalý přehled o tom, jak si firma stojí nejen z hlediska vlastní efektivnosti, ale také v rámci oboru. V následujícím grafu je jedna z možností, jak ukazatele rentability prezentovat. Podotýkám, že je to jedna z možností, způsobů, jak prezentovat, variant grafů může být celá řada. Graf však musí zůstat čitelný a to ve všech položkách, proto velmi pečlivě volíme, které údaje mohou figurovat v jednom grafu a které nikoliv, podobně jako tomu bylo u ukazatelů likvidity.

Graf č. 10 Analýza rentability společnosti Papam



Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv a finanční analýzy oboru ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz))

Jako se jevila problematickou likvidita, tak rentabilita má zcela opačnou vývojovou tendenci. Zde můžeme konstatovat, že majitelé společnosti mohou být s prací managementu spokojeni, neboť z velice nízké úrovně hodnoty ROE v roce -4, se společnosti dostala nad úroveň oborových hodnot. Stejně pozitivní je situace při sledování hodnoty celkové rentability počítané s provozním výsledkem hospodaření. I u těchto ukazatelů v posledním sledovaném roce převyšují hodnoty průměrné hodnoty v oboru. Zlepšující se situace ve sledovaném období je patrné i z následujícího grafu, kdy v roce -4 byla rentabilita vlastního kapitálu výrazně pod úrovní bezrizikové úrokové sazby plynoucí ze státních cenných papírů, zatímco v roce -1 už je na úrovni čtyřnásobku bezrizikové úrokové sazby. Vzhledem k oboru podnikání (tedy potravinářství) není možné využít argumenty vývoje ekonomiky, neboť potravinářství se obecně považuje za cyklicky neutrální odvětví.

Graf č. 11 Komparace hodnot ROE,  $r_e$  a  $r_f$ 

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv a finanční analýzy oboru ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz))

Přes veškerá vyjmenovaná pozitiva je možné zároveň konstatovat, že v ani jednom roce nedosáhla hodnota rentability průměrnou hodnotu nákladů vlastního kapitálu. Ačkoliv jsme konstatovali u likvidity, že za negativní lze spatřovat pokles tržeb, tak je nutné říci, že finanční prostředky jsou podnikatelskou činností lépe zhodnocovány. Jedna koruna tržeb je produkována s nižšími náklady, což lze jednoznačně považovat za pozitivní. Rentabilita tržeb tento trend potvrzuje jen do roku -2, v roce -1 je zaznamenán mírný pokles tohoto ukazatele. Z pohledu nákladovosti lze za pozitivní označit skutečnost, že z původní hodnoty téměř 100% nákladů na velikosti tržeb došlo k poklesu téměř o pět procent.

Tabulka č. 10 Vývoj rentability tržeb a nákladů a vývoj nákladovosti ve společnosti Papam

	-4	-3	-2	-1
Rentabilita tržeb = EAT / tržby	0,11%	5,27%	6,55%	6,20%
Rentabilita nákladů = EAT / náklady	0,12%	5,86%	7,49%	7,26%
Nákladovost = 1 - (rentabilita tržeb)	99,89%	94,73%	93,45%	93,80%

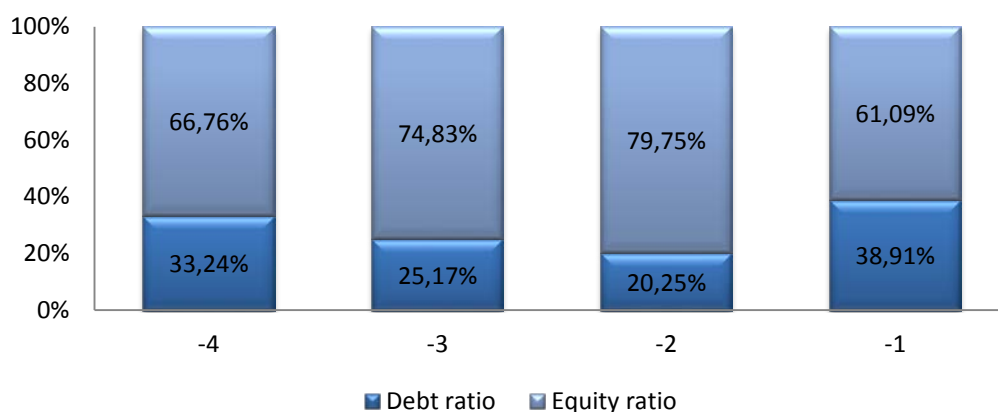
Zdroj: vlastní propočty dle výročních zpráv společnosti

### 6.3 ANALÝZA ZADLUŽENOSTI SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Ukazatele zadluženosti posuzují finanční strukturu firmy z dlouhodobého hlediska. Slouží jako indikátor výše rizika, které firma podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů. Zároveň slouží jako míra schopnosti firmy znásobit své zisky využitím vlastního kapitálu. Z hlediska zadluženosti obecně platí, že čím je vyšší objem závazků, tím více je potřeba v budoucnosti věnovat pozornost tvorbě prostředků na jejich splácení.

Z hlediska prezentačního jsou ukazatele zadluženosti rovněž velmi podobné hodnocení finanční struktury, jejíž prezentace byla uvedena výše. To znamená, že se vyhodnocuje především poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

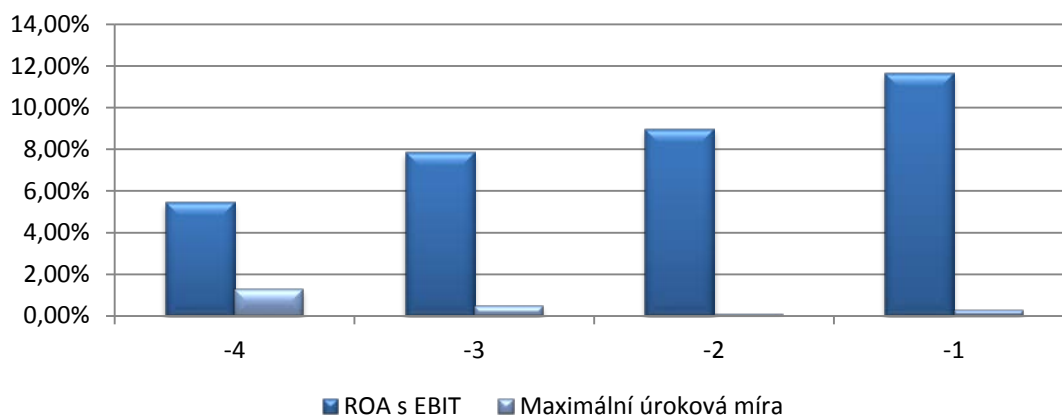
Graf č. 12 Struktura zdrojů financování dle ukazatelů debt a equity ratio ve společnosti Papam



Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv

Ve verbálním hodnocení by pozornost měla být věnována především porovnání kapitálové struktury s rentabilitou vlastního kapitálu. U společnosti Papam je možné konstatovat, že při přílivu cizího kapitálu vzrostla rentabilita vlastního kapitálu, takže je možno konstatovat, že větší využití cizího kapitálu mělo z pohledu vlastníků příznivý vliv. Možnost využití dalšího cizího kapitálu je možno hodnotit maximální úrokovou mírou v kontextu s rentabilitou celkového vloženého kapitálu, což je možno zahrnout do grafu, čímž bude opět na první pohled jasné, zda existuje prostor pro další zadlužení či nikoliv.

Graf č. 13 Souměření rentability celkového vloženého kapitálu s maximální úrokovou mírou



Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv

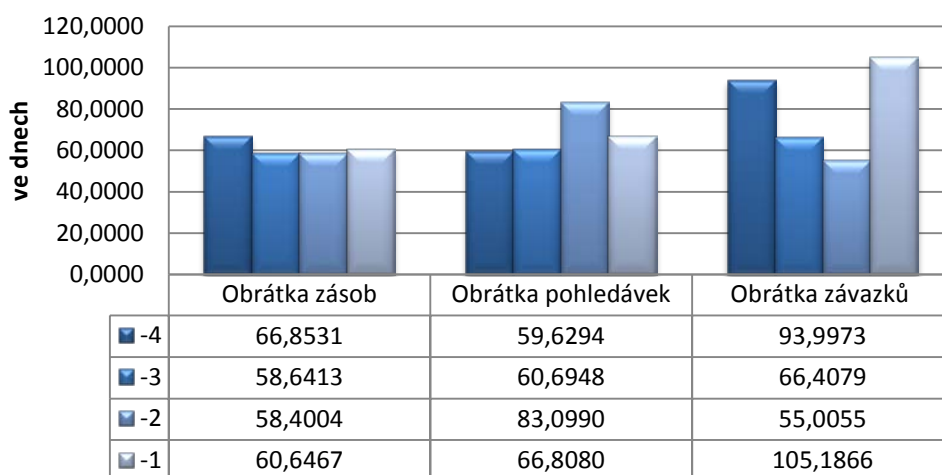
U této společnosti je z grafu patrné, že společnost má potenciál využití dalších cizích zdrojů financování, neboť celková efektivnost společnosti převyšuje úrokové náklady, které musí společnost platit za použití kapitálu. Firma rovněž disponuje dostatečným úrokovým krytím, které několikanásobně převyšuje doporučenou hodnotu z hlediska bezpečného využití cizích zdrojů financování.

#### 6.4 ANALÝZA AKTIVITY SPOLEČNOSTI PAPAM, S.R.O.

Aktivita a její ukazatele měří efektivnost podnikatelské činnosti a využití zdrojů podle rychlosti obratu vybraných položek rozvahy; jejich rozbor má sloužit k hledání odpovědi na otázku, jak hospodaříme s aktivy a jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Nejdůležitější z této oblasti je souměření doby obratu pohledávek a závazků, neboť z hlediska finančního hospodaření firmy půjde o dodržování obchodně úvěrové politiky. Mělo by platit, že doba obratu závazků bude obecně delší než doba obratu pohledávek, neboť v opačném případě by docházelo k druhotné platební neschopnosti. Zároveň mějme na paměti, že jinak budeme vyhodnocovat dobu obratu pohledávek i závazků u velkých firem a jinak tomu bude u firem malých.

Budeme-li tedy verbálně hodnotit ukazatele aktivity, určitě stojí za zmínku velikost firmy a hlavní podnikatelská činnost (ta zase bude ovlivňovat dobu obratu zásob). Při grafickém vyjádření bývá lepší vyjadřování ve dnech, které je přehlednější než počet obrátek za jeden rok.

Graf č. 14 Vývoj ukazatelů aktivity ve společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv

Průměrná hodnota **dobu obratu zásob** se pohybuje okolo šedesáti dnů. Vzhledem ke skutečnosti, že se společnost zabývá výrobou trvanlivých potravin nelze tuto dobu obratu zásob považovat za problematickou, nicméně na druhou stranu je potřeba si uvědomit, že jde o neefektivně vázané finanční prostředky. To vše potvrzuje i skutečnost zjištěná ve výkazu zisku a ztráty, v němž jsme konstatovali, že tržby mají v letech klesající tendenci a potenciálně by to mohlo znamenat, že část zásob bude muset být odepsána. Za pozitivní je možné označit skutečnost, že v posledním sledovaném roce se alespoň podařilo vyřešit značně nepříznivou bilanci z hlediska růstu **dobu obratu pohledávek** při klesajících tržbách. Negativní vývoj doby obratu pohledávek mohl velmi výrazně ovlivnit budoucí platební schopnost podniku, neboť v kontextu doby obratu závazků naznačoval potenciál druhotné platební neschopnosti. Poslední sledovaný rok je v této souvislosti vnímán lépe, neboť doba obratu závazků je delší než doba obratu pohledávek. Zarážející je však zdvojnásobení doby obratu závazků. Důvodem tohoto jevu je fakt, že firma pro vyvážení nedostatků v likviditě začala ve zvýšené míře využívat prostředky z cash pooling. Vzhledem k tomu, že jde o výpůjčku v rámci jedné skupiny, lze to schválit, neboť jsou to prostředky získané levněji než od jiných institucí.

#### SHRNUTÍ KAPITOLY PRAKTICKÁ APLIKACE POMĚROVÉ ANALÝZY

Negativním faktem zpracované poměrové analýzy je tendence vývoje některých ukazatelů. Pravděpodobně nejproblematičtější kategorií se v této analýze jeví ukazatele likvidity, neboť všechny sledované ukazatele této kategorie dosahují hodnot nižší nejen v kontextu s doporučenými hodnotami, ale také při porovnání s průměrnou hodnotou v oboru. Znepokojivá může být i úroveň čistého pracovního kapitálu v posledním roce, kdy jeho hodnota velmi prudce poklesla.

Řešením by mohlo být usměrnění obchodně úvěrové politiky a z ukazatelů je zřejmé, že tímto směrem se vydala společnost už v posledním roce sledování, neboť došlo ke zkrácení doby inkasa pohledávek a naopak se výrazně prodloužila doba obratu závazků. Ty mají delší splatnost zejména v důsledku využití závazků vůči ovládacím a řídicím osobám, což ale potenciálně zvyšuje finanční náklady, neboť podstatná část těchto závazků představuje závazky z cash pooling, které nejsou „zdarma“.

Co se týče rentability, byl její vývoj po celé sledované období uspokojivý. Dochází k postupnému růstu rentability celkové i vlastního kapitálu, což může být vnímáno pozitivně

jak věřiteli, tak i vlastníky společnosti, neboť pro věřitele klesá riziko návratnosti poskytnutých peněžních prostředků a vlastníci mají potenciál pro výplatu podílů z podnikatelské činnosti.

S ukazateli rentability souvisí také ukazatele zadluženosti, které hodnotily především kapitálovou strukturu. Růst využití cizích zdrojů financování se v kontextu s vývojem rentability jevil jako pozitivní. U této analýzy navíc výsledky potvrdily, že existuje další prostor k dluhovému financování, neboť vztah maximální úrokové míry a EBITu k celkovým aktivům ukazuje, že rentabilita je vyšší než maximální úroková míra a firma by tedy byla schopna další dluhy financovat. Tuto skutečnost podpořily i hodnoty úrokového krytí.

Doporučení z hlediska dalšího vývoje:

- kontrola vývoje peněžních prostředků a s nimi spojených oblastí (především likvidity);
- kontrola vývoje rentability firmy, ačkoliv tato část nevykazovala problémy, přece jen docházelo k poklesu tržeb z hlavní podnikatelské činnosti;
- udržení změny obchodně úvěrové politiky firmy.

### **KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 6**

1. Jak mohou hodnoty ukazatelů aktivity ovlivnit fungování firmy Papam, s.r.o?
2. Který z ukazatelů aktivity považujete z hlediska hlavní činnosti firmy Papam, s.r.o za nejzásadnější a proč?
3. Jaký mají vztah ukazatele rentability a zadluženosti? Projevil se tento vztah také v případě firmy Papam, s.r.o?
4. Mohou způsobit hodnoty ukazatelů likvidity firmy Papam, s.r.o problémy z hlediska finančního zdraví firmy?
5. Jaký je vztah ukazatelů cash flow a ukazatelů likvidity? Mohou se negativní peněžní toky projevit v ukazatelích likvidity?

## 7 SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ

Finanční analýza slouží nejen k vyhodnocení finanční situace firmy v minulosti, ale také k predikci budoucnosti firmy a zejména k tomu, zda sledovaná firma je schopna přežít. Snaha o definování závěrů o finanční situaci podniku z mnoha dílčích poměrových ukazatelů může ale vést k rozporným závěrům. Celá řada autorů se snaží nalézt jediný syntetický ukazatel, který by soustřeďoval všechny silné a slabé stránky finančního zdraví firmy.

Souhrnné indexy hodnocení mají za cíl vyjádřit souhrnnou charakteristiku celkové finančně ekonomické situace a výkonnosti podniku pomocí jednoho čísla. Jejich vypovídací schopnost je však nižší a jsou vhodné pouze pro rychlé a globální srovnání řady podniků a mohou sloužit jako orientační podklad pro další hodnocení.

K posouzení celkové finanční situace firmy se tedy vytvářejí soustavy ukazatelů a je možné říci, že rostoucí počet ukazatelů umožňuje detailnější zobrazení situace ve firmě. Může se však také stát, že příliš velký počet ukazatelů v soustavě ztíží orientaci a tím může vést analytika ke zkreslení pohledu na firmu. Nicméně podstatou konstrukce soustavy poměrových ukazatelů je z formálního hlediska sestavení jednoduchého modelu, jež zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Model pak vytváří souhrn ukazatelů, které lze postupně rozkládat na další dílčí ukazatele až k detailům. Model, resp. funkční model, má tři základní funkce:

- vysvětlit vliv změny jednoho nebo více ukazatelů na celé hospodaření firmy;
- ulehčit a zpřehlednit analýzu dosavadního vývoje podniku;
- poskytnout podklady pro výběr rozhodnutí z hlediska firemních či externích cílů.

Techniky vytváření soustav ukazatelů je možné rozdělit do dvou základních skupin na soustavu hierarchicky uspořádaných ukazatelů a účelově vybraných skupin ukazatelů. **Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů**, u nichž existuje matematická provázanost. K typickým výkladům těchto soustav patří pyramidové soustavy, jejichž podstatou je stále podrobnější rozklad ukazatele, který představuje vrchol pyramidy. Tyto rozklady se velmi často prezentují v grafické podobě, neboť v tomto vyjádření je rozklad přehlednější. Při rozkládání se používají dva základní postupy:

- aditivní, při němž se ukazatel rozkládá do součtu nebo rozdílu dvou a více ukazatelů;
- multiplikativní, při němž je výchozí ukazatel rozkládán pomocí součinu či podílu dvou a více ukazatelů.

**Účelově vybrané skupiny ukazatelů**, jejichž cílem je kvalitně diagnostikovat finanční situaci firmy, resp. předpovědět její další vývoj na základě jednočíselné charakteristiky.

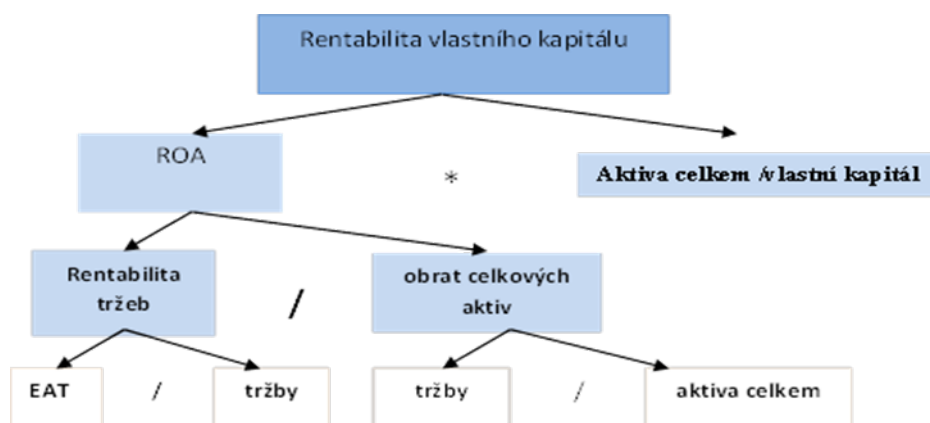
- **bankrotní modely**, které odpovídají na otázku, zda podnik do určité doby zbankrotuje. Do této skupiny například patří:
  - Altmanovo Z-skóre
  - Tafflerův model
  - model „IN“ Index důvěryhodnosti
- **bonitní modely**, které se snaží bodovým hodnocením stanovit bonitu hodnoceného podniku a zařadit firmu z finančního hlediska při mezifiremním srovnání. Do této skupiny například patří:
  - Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy
  - Tamariho model
  - Kralickův Quicktest
  - modifikovaný Quicktest

## 7.1 PYRAMIDOVÉ ROZKLADY

Pyramidové soustavy ukazatelů rozkládají aditivní nebo multiplikativní metodou vrcholový ukazatel. Cílem pyramidových soustav je na jedné straně popsání vzájemné závislosti jednotlivých ukazatelů a na straně druhé analyzování složitých vnitřních vazeb v rámci pyramidy. Jakýkoliv zásah do jednoho ukazatele se následně projeví v celé vazbě.

Poprvé byl použit pyramidový rozklad v chemické společnosti Du Pont de Nomeurs a dodnes zůstává nejtypičtějším pyramidovým rozkladem právě Du Pont rozklad. Du Pont rozklad je zaměřen na rozklad rentability vlastního kapitálu a vymezení jednotlivých položek vstupujících do tohoto ukazatele.

Schéma č. 25. DuPont rozklad



Zdroj: Roubíčková, Růčková (2012)

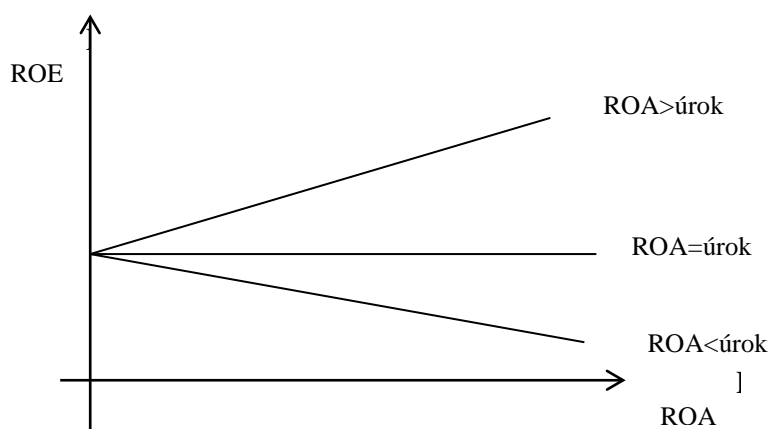
Pravá strana Du Pont rozkladu je ukazatel pákové efektu čili převrácené hodnoty k equity ratio. Z přítomnosti tohoto ukazatele je zřejmé, že budeme-li ve větším rozsahu využívat cizí kapitál, můžeme za určitých okolností dosáhnout vyšších hodnot rentability vlastního kapitálu. Pozitivní vliv zadluženosti se projeví pouze tehdy, bude-li firma v rámci své produkce generovat takový zisk, aby vykompenzoval vyšší nákladové úroky. Ze schématu je zřejmé, že vrcholový ukazatel je možno dále členit. Ani v takovéto podobě však ještě není rozklad dokončen. Čistý zisk je možno dále rozložit na rozdíl tržeb a celkových nákladů, do kterých patří například úroky, odpisy, ostatní náklady, ale také daň ze zisku. Obdobným způsobem můžeme rozložit ještě celková aktiva, o nichž už víme, že se skládají ze stálých aktiv, oběžných aktiv a ostatních aktiv (každou tuto položku můžeme dále strukturovat).

Podobným způsobem můžeme pracovat s rozkladem rentability celkového vloženého kapitálu, tedy ROA. Ta je však již obsažena v Du Pont rozkladu a není tedy nutné ji znovu rozkreslovat. Obvykle se však uvádí rozklad rentability vlastního kapitálu bez uvedení rentability celkového vloženého kapitálu (i když ukazatele, které vstupují do ROE, odpovídají právě tomuto ukazateli) jako součin tří ukazatelů: rentability tržeb (možná lépe ziskové rozpětí – pracujeme totiž s čistým ziskem), obratu celkových aktiv a finanční páky (převrácená hodnota k equity ratio).

Budeme-li chtít vyjádřit vztah rentability vlastního kapitálu a rentability celkového vloženého kapitálu, pak vše můžeme znázornit graficky.



Graf č. 15 Vztah ROA a ROE



Z grafu č. 15 vyplývá, že bude-li  $ROE < ROA$  - vypůjčený kapitál je tak drahý, že na sebe nedokáže vydělat a musí na něj doplácet kapitál vlastní, znamená to tedy, že úroková sazba z cizího kapitálu  $> ROA$ . Bude-li  $ROE > ROA$  - cizí kapitál na sebe nejenom vydělal, ale přispěl ještě ke zvýšení hodnoty kapitálu vlastního, znamená to tedy, že úroková sazba z cizího kapitálu  $< ROA$ . A bude-li  $ROE = ROA$  - finanční struktura nemá žádný vliv na výdělek vlastního kapitálu.

Příkladů pro rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele by se v praxi dala najít celá řada. Dá se však říci, že vzhledem k tomu, že jedním ze stěžejních cílů firem je dosahování zisku, pak právě hlubší analýza ukazatelů rentability právě pomocí pyramidových ukazatelů, na nichž je nejvíce patrný vliv změn, je pro většinu cílových skupin finanční analýzy nejzajímavější.

## 7.2 SOUSTAVY ÚČELOVĚ VYBRANÝCH UKAZATELŮ

Do kategorie soustav účelově vybraných ukazatelů patří bonitní a bankrotní modely. Není možné říci, že by mezi těmito dvěma skupinami existovala striktně vymezená hranice, neboť obě skupiny modelů si kladou za cíl přiřadit firmě jednu jedinou číselnou charakteristiku, na základě níž posuzují finanční zdraví firmy. Rozdíl mezi nimi tedy spočívá především v tom, k jakému účelu byly vytvořeny.

Bankrotní modely mají informovat uživatele o tom, zda je v dohledné době firma ohrožena bankrotem. Vychází se totiž z faktu, že každá firma, která je ohrožena bankrotem, již určitý čas před touto událostí, vykazuje symptomy, které jsou pro bankrot typické. K těm nejčastějším symptomům patří problémy s běžnou likviditou, výší čistého pracovního kapitálu, problémy s rentabilitou celkového vloženého kapitálu.

Bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního zdraví firmy, což znamená, že si kladou za cíl stanovit, zda se firma řadí mezi dobré či špatné firmy. Je proto zřejmé, že musí umožňovat srovnatelnost s jinými firmami. Jde o komparaci firem v rámci jednoho oboru podnikání.

Problémem v obou skupinách pak zůstává fakt, že většina takto vytvořených soustav pracuje s výzkumy ekonomických podmínek, které nejsou identické s českým ekonomickým prostředím. To tedy znamená, že bychom při využívání těchto modelů měli být opatrní při interpretaci výsledků. Je však namístě také poznamenat, že i pro podmínky České republiky byly vytvořeny specifické soustavy a to jak u bankrotních, tak i u bonitních modelů.

### 7.2.1 BANKROTNÍ MODELY

#### ALTMANŮV MODEL

Typickým příkladem souhrnného indexu hodnocení je „Altmanův index finančního zdraví podniku“ nebo také „Altmanův model“. Vychází z propočtu globálních indexů, resp. indexů celkového hodnocení. Mimořádná oblíbenost tohoto modelu v podmínkách České republiky vychází pravděpodobně z jednoduchosti výpočtu. Tento výpočet je stanoven jako součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, jimž je přiřazena různá váha, z níž největší váhu má rentabilita celkového kapitálu.

Záměrem původního Altmanova modelu bylo zjistit, jak by bylo možné odlišit velmi jednoduše firmy bankrotující od těch, u nichž je pravděpodobnost bankrotu minimální. Altman použil k předpovědi podnikatelského rizika diskriminační metodu, což je přímá statistická metoda spočívající v třídění pozorovaných objektů do dvou nebo více definovaných skupin podle určitých charakteristik. Na základě této metody určil váhu jednotlivých poměrových ukazatelů, jež jsou zahrnuty jako proměnné do tohoto modelu. Je možné říci, že stejně jako se mění ekonomická situace v jednotlivých firmách a zemích, musel se i tento model v průběhu své existence přizpůsobovat.

Altmanův model pro společnosti, které patří do skupiny firem veřejně obchodovatelných na burze, je možné vyjádřit rovnicí:

$$Z = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + X5$$

kde:

X1 ... podíl pracovního kapitálu k celkovým aktivům

X2 ... rentabilita čistých aktiv

X3 ... EBIT / aktiva celkem

X4 ... tržní hodnota ZJ / celkové závazky nebo průměrný kurz akcií /nominální hodnota cizích zdrojů

X5 ... tržby / aktiva celkem

Vypočtený výsledek je možno interpretovat podle toho, do jakého spektra jej můžeme zařadit. Je-li hodnota vypočítaného indexu vyšší než 2,99, jedná se o firmu, jejíž finanční situace je uspokojivá. Jsou-li výsledky v rozmezí 1,81 až 2,98, hovoříme o šedé zóně, což znamená, že firmu nelze jednoznačně označit za úspěšnou, ale stejně tak ji nemůžeme hodnotit jako firmu s problémy. Hodnoty pod 1,81 signalizují poměrně výrazné finanční problémy a tedy i možnost bankrotu.

Není-li společnost veřejně obchodovatelná na burze, má Altmanův index tvar podobný tomu, který měly společnosti veřejně obchodovatelné, a liší se pouze částečně. Odlišnost spočívá v hodnotách vah jednotlivých poměrových ukazatelů do Altmanova modelu vstupujících:

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,998 * X5$$

V čem se rovněž liší, je interpretace výsledků, neboť hraniční hodnoty jsou zde posunuty o něco níže.

Interpretace výsledků:

- hodnoty menší než 1,2 ... pásmo bankrotu
- hodnoty od 1,2 do 2,9 ... pásmo šedé zóny
- hodnoty nad 2,9 ... pásmo prosperity

Čas však ukázal, že využití v České republice, resp. obecně mimo Spojené státy přináší chyby v rozhodování. Pro tyto účely byl Altmanův model modifikován do verze Altmanova Z-skóre. Výhoda modifikace spočívá zejména v tom, že jeho využití není vázáno na informace plynoucí z trhu (tržní hodnoty firmy). V této verzi jsou použity jen informace plynoucí z účetních výkazů

$$Z = 6,56 * \frac{NwC}{\text{aktiva celkem}} + 3,26 * \frac{\text{zadržené zisky}}{\text{aktiva celkem}} + 6,72 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva celkem}} + 1,05 * \frac{\text{účetní hodnota VK}}{\text{účetní hodnota závazků}}$$

Dosahuje-li vypočtená hodnota Z-skóre hodnot vyšších než 2,6, lze hodnotit finanční situaci společnosti jako uspokojivou. Při hodnotách pod 1,1 lze vnímat společnost jako ohroženou vážnými finančními problémy.

### TAFLERŮV MODEL

Dalším modelem sledujícím riziko bankrotu společnosti je Tafflerův model. Byl poprvé publikován v roce 1977. Tafflerův model existuje v základním a v modifikovaném tvaru a podle toho se interpretují vypočtené hodnoty ukazatelů a celkové bodové hodnocení. Obě verze však využívají 4 poměrové ukazatele.

#### Základní tvar Tafflerova modelu:

$$\text{Tafflerův model základní} = 0,53 * \frac{EBT}{KD} + 0,13 * \frac{OA}{CZ} + 0,18 * \frac{KD}{A} + 0,16 * \frac{FM - KD}{PN}$$

<i>A</i>	aktiva celkem	<i>OA</i>	oběžná aktiva
<i>EBT</i>	zisk před zdaněním	<i>KD</i>	krátkodobé dluhy
<i>PN</i>	provozní náklady	<i>CZ</i>	cizí kapitál
<i>FM</i>	finanční majetek		

#### Hodnocení Tafflerova modelu:

- je-li výsledek nižší než nula znamená to velkou pravděpodobnost bankrotu;
- je-li výsledek vyšší než nula znamená to malou pravděpodobnost bankrotu.

**Modifikovaná verze Tafflerova modelu** počítá s tím, že nemáme k dispozici podrobnější údaje, a liší se pouze v poslední položce, v níž T jsou tržby a ostatní položky jsou identické jako u předchozího modelu:

$$\text{Tafflerův model modifikovaný} = 0,53 * \frac{EBT}{KD} + 0,13 * \frac{OA}{CZ} + 0,18 * \frac{KD}{A} + 0,16 * \frac{T}{A}$$

#### Hodnocení Tafflerova modifikovaného modelu:

- je-li výsledek menší než 0,2 znamená to velkou pravděpodobnost bankrotu;
- je-li výsledek větší než 0,3 znamená to malou pravděpodobnost bankrotu.

### MODEL IN – INDEX DŮVĚRYHODNOSTI

Tento model byl zpracován manžely Neumairovými a jeho snahou je vyhodnotit finanční zdraví českých firem v českém prostředí. Jde o výsledek analýzy 24 významných

matematicko-statistických modelů podnikového hodnocení a praktické zkušenosti z analýz více než jednoho tisíce českých firem.

Model IN je stejně jako Altmanův model vyjádřen rovnicí, v níž jsou zařazeny poměrové ukazatele zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Každému z těchto ukazatelů je přiřazena váha, která je váženým průměrem hodnot tohoto ukazatele v odvětví. Z toho vyplývá, že tento model více než model předchozí přihlíží ke specifickým jednotlivých odvětví. Váhy pro jednotlivá odvětví jsou součástí příloh.

$$IN95 = V1 * \frac{A}{CZ} + V2 * \frac{EBIT}{U} + V3 * \frac{EBIT}{A} + V4 * \frac{T}{A} + V5 * \frac{OA}{(KZ + KBU)} + V6 * \frac{ZPL}{T}$$

A	aktiva celkem	OA	oběžná aktiva
EBIT	zisk před úroky a zdaněním	VÝN	výnosy
CZ	cizí zdroje	KZ	krátkodobé závazky
Ú	nákladové úroky	KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti	T	tržby

Kromě věřitelského modelu, který respektoval nároky věřitelů z hlediska likvidity a rovněž respektoval obor podnikání, v jehož rámci firma funguje, vznikl o pár let později model vlastnický, který naopak respektuje fakt, že z investorského hlediska není primární obor podnikání, ale schopnost nakládat se svěřenými finančními prostředky. Váhy v něm jsou tedy identické pro všechny firmy napříč obory podnikání.

$$IN99 = -0,017 * \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}} + 4,573 * \frac{EBIT}{\text{aktiva celkem}} + 0,481 * \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva celkem}} + 0,015 * \frac{\text{oběžná aktiva}}{KZ + KBU}$$

EBIT	zisk před úroky a zdaněním	KZ	krátkodobé závazky
KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci		

### Hodnocení výsledků IN99:

IN ≥ 2,07 podnik s dobrým finančním zdravím

IN ~ 0,684–2,07 potenciální problémy

IN ≤ 0,684 projev finanční neduživosti

Oba indexy je z hlediska co nejobjektivnějšího náhledu potřeba hodnotit v kontextu. Tabulka udává možné varianty výsledků obou indexů:

Tabulka č. 11 Souměření indexů důvěryhodnosti ve verzi IN95 a IN99

	Věřitelský index IN95	Vlastnický index IN99
1.	Dobry	Dobry
2.	Dobry	Špatny
3.	Špatny	Dobry
4.	Špatny	Špatny

**První variantu** je možné z hlediska vzájemného souměření považovat za optimální, neboť firmě se dle výsledků obou indexů daří správně nakládat se svěřenými prostředky jak z pohledu věřitele, kterému nepřináší zvýšené riziko, tak z hlediska investora, kterému zajišťuje zhodnocení finančních prostředků. **Druhá varianta** je již na první pohled nepříznivá z pozice investora, kterému signalizuje horší schopnost managementu vhodně umístit finanční prostředky, které jsou mu svěřovány, ale z věřitelského hlediska firma nepřináší riziko, což se může jevit jako pozitivní zejména z hlediska možného dalšího získávání cizích

finančních zdrojů – jako příznivá varianta zejména v českém modelu, který je primárně nastaven na získávání zdrojů financování z bankovního systému. **Třetí varianta** je výhodná pro investora, ale nevýhodná pro věřitele. Z tohoto pohledu však tato situace v českém modelu může potenciálně ohrozit i vlastnickou pozici, protože s růstem rizikovosti firmy se bude snižovat rentabilita vlastního kapitálu při zvyšování zadluženosti, bude se tím omezovat další možné financování z cizích zdrojů. **Čtvrtá varianta** je z hlediska možného potenciálu firmy zcela nejhorší, protože management nevytváří dostatečné efekty ani pro jednu cílovou skupinu.

Vzhledem k tomu, že každý z výše uvedených indexů zkoumá firmu z jiné stránky, resp. pro jinou cílovou skupinu, zkonstruovali v roce 2002 manželé Neumaierovi index IN01, který by spojoval oba předchozí indexy a navíc by zohledňoval snahu o sledování tvorby ekonomické přidané hodnoty. Tento index byl ještě aktualizován na v současnosti používanou variantu IN05. Důvodem pro sloučení obou předchozích indexů byla i klesající vypovídací schopnost indexu IN99, ta v roce 2004 klesla z hlediska vypovídací schopnosti pod 50 % (Neumaierovi, 2005). Při sestavování ukazatele IN01 vycházeli jeho tvůrci z analýz 1915 podniků z průmyslu. Tyto podniky byly rozděleny na skupinu 583 podniků, které tvořily hodnotu, a na skupinu 503 podniků v bankrotu nebo těsně před bankrotem. Zbývajících 829 podniků tvořilo poslední skupinu. Index IN01 pro průmysl pak měl tvar:

$$IN05 = 0,13 * \frac{A}{CZ} + 0,04 * \frac{EBIT}{U} + 3,97 * \frac{EBIT}{A} + 0,21 * \frac{VÝN}{A} + 0,09 * \frac{OA}{KZ + KBÚ}$$

<i>A</i>	aktiva celkem	<i>OA</i>	oběžná aktiva
<i>EBIT</i>	zisk před úroky a zdaněním	<i>VÝN</i>	výnosy
<i>CZ</i>	cizí zdroje	<i>KZ</i>	krátkodobé závazky
<i>Ú</i>	nákladové úroky	<i>KBÚ</i>	krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci

Pokud je hodnota indexu  $IN05 > 1,6$ , pak podnik s pravděpodobností 67% tvoří hodnotu. Hodnoty indexu IN01 menší než 0,9 znamenají, že podnik spěje k bankrotu s pravděpodobností 86%. Hodnoty indexu mezi 0,9 a 1,6 jsou v šedé zóně, tj. podniky netvoří hodnotu, ale také nebankrotují.

Při použití IN05 může dojít k jednomu zásadnějšímu problému, který pramení z hodnot EBIT/U. Pokud se hodnota nákladových úroků blíží nule, může extrémní výsledná hodnota velmi výrazně zkreslit celkový výsledek indexu. Neumaierovi (2005) v tomto případě radí omezit celkovou hodnotu tohoto ukazatele hodnotou 9. Eliminuje se tím vliv tohoto jediného ukazatele na ukazatele ostatní.

### 7.2.2 BONITNÍ MODELY

**Bonitní modely** se snaží bodovým ohodnocením stanovit bonitu hodnoceného podniku. Jsou velmi silně závislé na kvalitě zpracování databáze poměrových ukazatelů v odvětvové skupině srovnávaných firem.

#### BILANČNÍ ANALÝZA I. A II.

Jde o soustavu ukazatelů koncipovanou tak, aby bylo možné tuto analýzu využít v jakémkoliv podniku bez ohledu na jeho velikost. Dává možnost velmi jednoduchým způsobem ověřit rychlým testem fungování podniku. Tato soustava byla vytvořena v podmínkách České republiky, takže je možné říct, že bude bez zkreslení jiným ekonomickým prostředím poskytovat spolehlivé výsledky.

V základních variantách analýz se vychází pouze z analýzy rozvahy a výsledovky,

v nejsložitější analýze jsou přidány základní ukazatele cash flow. Bilanční analýza je rozpracována ve třech úrovních jako Bilanční analýza I., Bilanční analýza II. a Bilanční analýza III. Výhodou oproti běžné analýze je skutečnost, že jsou všechny ukazatele opatřeny přepočtovými koeficienty, které zajistí zlepšující se hodnotu ukazatele při jejím růstu

**Bilanční analýza I.** - soustava čtyř základních ukazatelů a jeden ukazatel celkový - tato analýza je nevhodná při zásadních rozhodnutích a na srovnávání různých podniků, jde pouze o orientační pohled na situaci v podniku.

$$\text{ukazatele stability } S = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \text{ ukazatele likvidity } L = \frac{\text{finanční majetek+pohledávky}}{2,17 * \text{krátkodobé dluhy}}$$

$$\text{ukazatel aktivity } A = \frac{\text{výkony}}{2 * \text{pasíva celkem}}$$

$$\text{ukazatel rentability } R = \frac{8 * \text{EAT}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Celkový ukazatel za celý systém je pro Bilanční analýzy I. i II. zcela totožný a je možné jej definovat jako vážený průměr hodnot dosažených u celkových ukazatelů jednotlivých skupin:

$$\text{Celkový ukazatel } C = \frac{2 * S + 4 * L + A + 5 * R}{12}$$

přičemž dosahuje-li hodnot nad 1, je systém považován za dobrý, hodnoty mezi 0,5 a 1 jsou považovány za únosné a hodnoty pod 0,5 jsou považovány za špatné. Za povšimnutí stojí fakt, že největší váha je přirozeně přiřazena ukazatelům rentability a likvidity, nejmenší váha je přiřazena ukazateli aktivity. Oproti našemu původnímu členění se zde vyskytují ukazatele stability, což je ovšem pouze formulační rozdíl, neboť se jedná o poměrové ukazatele zadluženosti.

**Bilanční analýza II.** - soustava 17 ukazatelů, čtyř dílčích ukazatelů a jednoho ukazatele celkového, jde o soustavu ukazatelů hodnotících podnik ve čtyřech základních směrech, v každém okruhu je 3-5 ukazatelů, jež jsou konstruovány tak, že jejich zvyšující se hodnota znamená zlepšující se stav v podniku. Většina koeficientů je opatřena přepočtovým násobitelem, který zajistí, že za výchozí stav je považována 1. Lze jej použít i tam, kde je nutné mít informace sice rychlé, ale i seriózní.

#### UKAZATELE STABILITY

$$S1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{stálá aktiva}}$$

$$S2 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} * 2$$

$$S3 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{cizí zdroje}}$$

$$S4 = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}} * 5$$

$$S5 = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{zásoby}} * 15$$

U ukazatelů stability platí, že pokud je analyzován podnik s nízkým nebo nulovým objemem zásob, což obvykle bývají obchodní společnosti, ukazatel S5 se vypouští, neboť jeho hodnota by zkreslovala celkové hodnocení společnosti. Celkový koeficient stability S je vážený průměr všech koeficientů stability:

$$S = \frac{2*S1+S2+S3+S4+2*S5}{7} \quad \text{nebo} \quad S = \frac{2*S1+S2+S3+S4}{5}$$
, druhý vzorec se použije u obchodních společností nebo společností bez zásob.

#### UKAZATELE LIKVIDITY

$$L1 = \frac{2 * \text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

$$L2 = \frac{\text{finanční majetek} + \text{pohledávky}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

$$L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

$$L4 = \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{pasíva celkem}} * 3,33$$

U ukazatelů likvidity je potřeba vnímat krátkodobé dluhy jako součet krátkodobých závazků a běžných bankovních úvěrů. V případě potřeby se do této položky připočítávají krátkodobé finanční výpomoci. Z hlediska propočtu celkového ukazatele opět platí, že celkový koeficient likvidity L je váženým průměrem a počítán podle následujícího vzorce:

$$L = \frac{5 * L1 + 8 * L2 + 2 * L3 + L4}{16}$$

#### UKAZATELE AKTIVITY

$$A1 = \frac{\text{Tržby celkem}}{2 * \text{pasíva celkem}}$$

$$A2 = \frac{\text{Tržby celkem}}{4 * \text{vlastní kapitál}}$$

$$A3 = \frac{\text{přidaná hodnota} * 4}{\text{tržby celkem}}$$

U ukazatelů aktivity je celkový ukazatel klasickým aritmetickým průměrem, neboť ani jednomu z ukazatelů není přiřazena žádná vyšší váha z hlediska důležitosti. Celkový ukazatel má tedy následující podobu:

$$A = \frac{A1 + A2 + A3}{3}$$

#### UKAZATELE RENTABILITY

$$R1 = \frac{10 * EAT}{\text{přidaná hodnota}}$$

$$R2 = \frac{8 * EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

$$R3 = \frac{20 * EAT}{\text{pasíva celkem}}$$

$$R4 = \frac{40 * EAT}{\text{tržby celkem}}$$

$$R5 = \frac{1,33 * EBIT}{EBIT + \text{finanční VH} + \text{mimořádný VH}}$$

Ukazatele rentability mají z hlediska celkového hodnocení společnosti přiřazenu v Bilanční analýze II. nejvyšší váhu a mezi jednotlivými ukazateli pak přepočtený ukazatel rentability vlastního kapitálu R2. Celkový ukazatel rentability má následující podobu:

$$R = \frac{3 * R1 + 7 * R2 + 4 * R3 + 2 * R4 + R5}{17}$$

Jak již bylo řečeno, celkový ukazatel za systém Bilanční analýzy II. je identický jako celkový ukazatel Bilanční analýzy I. Stejně tak je identická interpretace výsledných hodnot.

### KRALICKŮV QUICKTEST

Kralickův Quicktest se skládá podobně jako Douchova analýza ze soustavy 4 rovnic, na základě nichž pak hodnotíme situaci v podniku. První dvě rovnice hodnotí finanční stabilitu firmy, druhé dvě rovnice hodnotí výnosovou situaci firmy.

$$R1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}$$

$$R2 = \frac{\text{cizí zdroje} - \text{peníze} - \text{účty u bank}}{\text{provozní cash flow}}$$

$$R3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva celkem}}$$

$$R4 = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{výkony}}$$

Výsledkům, které vypočítáme, přiřadíme bodovou hodnotu podle následující tabulky.

**Tabulka č. 12 Bodování výsledků Kralickova Quicktestu**

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	<0	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	>0,3
R2	<3	3-5	5-12	12-30	>30
R3	<0	0-0,08	0,08-0,12	0,12-0,15	>0,15
R4	<0	0-0,05	0,05-0,08	0,08-0,1	>0,1

Hodnocení firmy je pak provedeno ve třech krocích.

1. Nejprve zhodnotíme finanční stabilitu: Hodnocení finanční stability - součet bodové hodnoty R1 a R2 dělený 2;
2. následně zhodnotíme výnosovou situaci: Hodnocení výnosové situace – součet bodové R3 a R4 dělený 2;
3. a v posledním kroku hodnotíme situaci jako celek: Hodnocení celkové situace – součet bodové hodnoty finanční stability a výnosové situace dělený 2.

Interpretace bodového hodnocení se pak podobá předchozím soustavám. V tomto případě hodnoty pohybující se nad úroveň 3 prezentují firmu, která je bonitní, hodnoty intervalu 3-1 prezentují opět šedou zónu, hodnoty nižší než 1 signalizují potíže ve finančním hospodaření firmy.



### TAMARIHO MODEL

Tamariho model vychází z bankovní praxe hodnocení firem. Vzhledem k faktu, že se jedná o model převzatý ze zahraničí, nelze při aplikaci na české firmy jednoznačně konstatovat složitost finanční situace firmy či optimismus z hlediska finančního zdraví firmy. V Tamariho modelu je bonita podniku hodnocena bodovým součtem výsledků ze soustavy rovnic. Jednotlivé rovnice hodnotí finanční samostatnost (T1), vázanost vlastního kapitálu a HV (T2), běžnou likviditu (T3) a tři další rovnice zabývající se provozní činností.

$$T1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{cizí kapitál}}$$

$$T2 = \frac{\text{EAT}}{\text{celková aktiva}}$$

$$T3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

$$T4 = \frac{\text{výrobní spotřeba}}{\text{prům. stav nedokončené výroby}}$$

$$T5 = \frac{\text{tržby}}{\text{prům. stav pohledávek}}$$

$$T6 = \frac{\text{výrobní spotřeba}}{\text{pracovní kapitál}}$$

Všem vypočteným výsledkům jsou přiřazeny bodové hodnoty, přičemž maximem je 100 bodů.

Tabulka č. 13 Tamariho bodová stupnice

Ukazatel	Interval hodnot	Body	Ukazatel	Interval hodnot	Body
T1	0,51 a více	25	T4	Horní kvartil a více	10
	0,41 – 0,5	20		Medián až horní kvartil	6
	0,31 – 0,4	15		Dolní kvartil až medián	3
	0,21 – 0,3	10		Dolní kvartil a méně	0
	0,11 – 0,2	5	T5	Horní kvartil a více	10
Do 0,10	0	Medián až horní kvartil		6	
T2	Posledních 5 let kladné	25		Dolní kvartil až medián	3
	Větší než horní kvartil	10		Dolní kvartil a méně	0
	Větší než medián	5		T6	Horní kvartil a více
	jinak	0	Medián až horní kvartil		6
T3	2,01 a více	20	Dolní kvartil až medián		3
	1,51 – 2,0	15	Dolní kvartil a méně	0	
	1,11 – 1,5	10			
	0,51 – 1,1	5			
	Do 0,50	0			

Čím vyšší je dosažené číslo, tím vyšší je bonita sledované firmy v oboru. Tamariho model byl konstruován v šedesátých letech, ale zachoval si svou vypovídací schopnost dodnes. Je tomu tak především proto, že vychází ze skutečného rozložení hodnot ve skupinách použitím statistických metod.

### RYCHLÝ TEST

Stejně jako Kralickův quicktest i rychlý test pomocí čtyř základních ukazatelů srovnává finanční a výnosovou pozici podniku. Pracuje s následujícími ukazateli:

$$\text{Kvóta vlastního kapitálu} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

$$\text{Doba splácení dluhu z CF} = \frac{(\text{celkové závazky} + \text{finanční majetek})}{\text{bilanční CF}}$$

$$\text{Cash flow z tržeb v \%} = \frac{\text{Bilanční cash flow}}{\text{tržby}}$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celková aktiva}}$$

Vypočítané hodnoty jednotlivých ukazatelů převedete do známkování stejně jako ve škole podle škálování, které je uvedeno v tabulce

Tabulka č. 14 Hodnocení dosažených hodnot jednotlivých ukazatelů u Rychlého testu

	Výborný (1)	Velmi dobrý (2)	Dobrý (3)	Špatný (4)	Ohrožen insolvenčí (5)
<b>Kvóta vlastního kapitálu</b>	>30%	>20%	>10%	>0%	Negativní
<b>Doba dluhu splácení</b>	<3 roky	<5 let	<12 let	>12 let	>30 let
<b>CF v % tržeb</b>	>10%	>8%	>5%	>0%	Negativní
<b>ROA</b>	>15%	>12%	>8%	>0%	Negativní

Celkové hodnocení se provede tak, že každý ukazatel se podle dosaženého výsledku nejprve oklasifikuje podle tabulky. Výsledná známka se určí jako jednoduchý aritmetický průměr získaných známek. Doporučuje se vypočítat i průměrnou známku zvlášť pro finanční stabilitu a zvlášť pro výnosovou situaci. Problémem využití tohoto souhrnného indexu hodnocení může být v našich podmínkách fakt, že neexistuje povinnost pro všechny společnosti sestavovat přehled o peněžních tocích a pro dva z uvedených ukazatelů bychom tak postrádali potřebnou veličinu.

#### SHRNUTÍ KAPITOLY SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ

Existující souhrnné indexy hodnocení je možné rozdělit do dvou základních skupin: bankrotní modely a bonitní modely. **Bankrotní modely** odpovídají na otázku, zda podnik do určité doby zbankrotuje. Do této skupiny patří: Altmanovo Z-skóre, Tafflerův model, model „IN“ Index důvěryhodnosti. **Bonitní modely** se snaží bodovým hodnocením stanovit bonitu hodnoceného podniku. Do této skupiny patří: soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy, Tamariho model, Kralickův Quicktest, Modifikovaný Quicktest. Cílem souhrnných indexů hodnocení je umožnit v co nejkratším časovém horizontu získat co nejpřesnější pohled na finanční zdraví podniku.

#### KONTROLNÍ OTÁZKY KE KAPITOLE 7

1. Proč jsou konstruovány souhrnné indexy hodnocení finančního zdraví firmy?
2. V čem spatřujete důležitost a slabiny jednočíselných charakteristik?
3. Je podle vás možné z jediného syntetického ukazatele vyvodit závěry ohledně finančního zdraví firmy?
4. Myslíte si, že je nutné provádět jak poměrovou analýzu, tak i hodnocení podle souhrnných indexů hospodaření? Svou odpověď zdůvodněte.

## 8 PRAKTICKÁ APLIKACE SOUHRNNÝCH INDEXŮ HODNOCENÍ

Cílem souhrnných indexů hodnocení je rychlá analýza finančního zdraví firmy. V praktickém životě bychom nevyužili všechny dostupné indexy hodnocení, nicméně v této kapitole aplikujeme znalosti většiny souhrnných indexů na firmu Papam, s.r.o. Vzhledem k tomu, že již známe složení jednotlivých indexů, je zřejmé, že ne všechny indexy je možné na tuto firmu aplikovat.

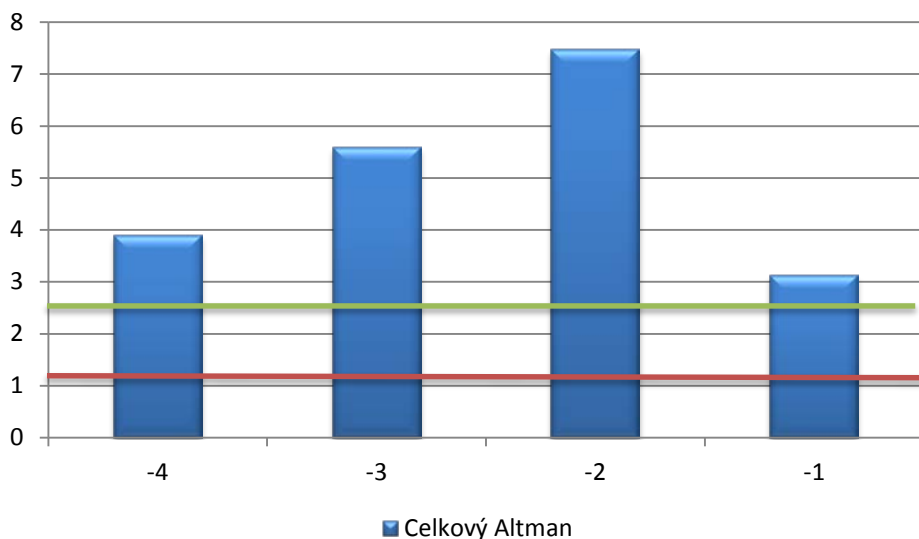
V rámci praktické aplikace bychom měli obezřetně volit takový souhrnný index, ke kterému máme dostatečné množství co nejpřesnějších informací, aby nemohlo dojít ke zkreslení ukazatele. Čím přesnější data vkládáme do indexu, tím přesnější nám může poskytnout výsledky a o to důsledněji můžeme situaci ve firmě vyhodnotit. Pozor na úskalí, na která jste byli upozorněni v předchozí kapitole.

Vzhledem ke skutečnosti, že je do všech grafů zařazena i vizualizace horní a dolní meze šedé zóny, nebo možná lépe horní hranice bankrotu (červená čára v grafu) a dolní hranici zóny prosperity (zelená čára v grafu), je rozhodování o tom, v jaké momentální situaci se společnost nacházela, velmi jednoduché. To je také důvod, proč existuje tendence k použití jednočíselných charakteristik. Vše je rozhodnuto velmi jednoduchým způsobem. Nicméně málokdo si uvědomuje dopad hodnocení na základě několika málo ukazatelů.

I u těchto souhrnných indexů však platí to, co již bylo výše řečeno, je potřeba mít dostatečně dlouhou časovou řadu, aby byla zajištěna větší průkaznost výsledků z těchto modelů. I zde platí, že z jednoho čísla by nikdy neměla být vytvářena kategorická rozhodnutí. Také zde by mělo platit, že je velmi důležité, pro koho je cílová finanční analýza určena a pro jakou firmu analýzu zpracováváme. Toto je nezbytně nutné zejména proto, že ne všechny modely, které se ve finanční analýze vyskytují, jsou s úspěchem využitelné u všech firem. Důvod je prostý, každý model je potřeba naplnit konkrétními čísly, které však ne vždy máme k dispozici, a také většina modelů je převzata z amerického prostředí, které je z hlediska finančního hospodaření firem diametrálně odlišné od prostředí českého. Zatímco v podmínkách České republiky je většina (zejména menších a středních) firem zainteresována na co nejmenších daňových odvodech, v americkém prostředí jde o zvyšování tržní hodnoty firmy a tvorbu zisku (to souvisí s mnohem efektivnějším americkým kapitálovým trhem)

## 8.1 BANKROTNÍ MODELY

Graf č. 16 Aplikace Altmanova z-skóre na společnosti Papam, s.r.o.

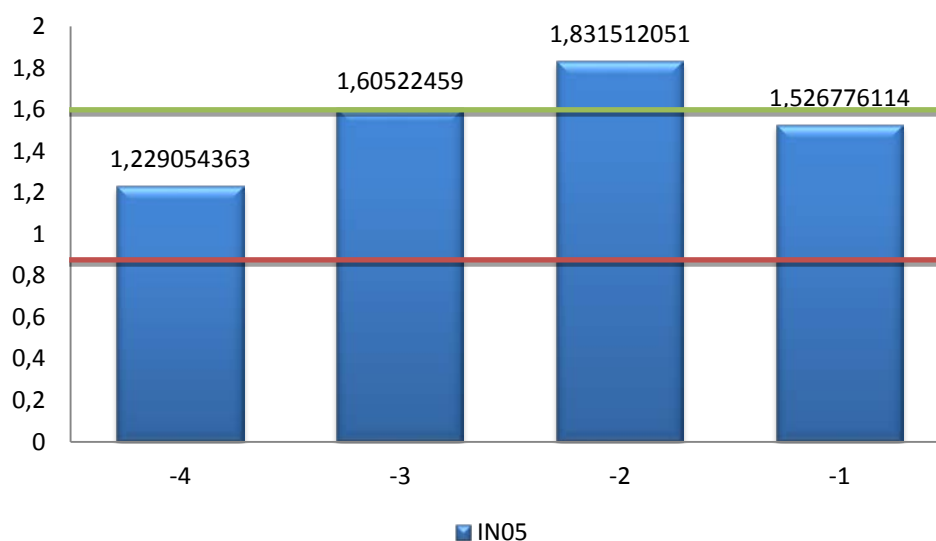


Zdroj: výroční zprávy společnosti Papam a vlastní výpočty

U Altmanova indexu je zvoleno Altmanovo Z-skóre, které je koncipováno pro rozvojové trhy a trhy, na nichž nemá rozhodující roli obchodovatelnost na veřejných kapitálových trzích (oba původní indexy vycházely z tržních hodnot, které je možné zjistit pro běžnou analýzu pouze pomocí aktuálního tržního kurzu a počtu emitovaných cenných papírů, v jiném případě by bylo nutné provést ocenění podniku). Z grafu je na první pohled patrné, že ve všech sledovaných letech dosahuje hodnot pohybujících se v zóně prosperity. Za negativní lze považovat skutečnost, že mezi lety -2 a -1 je výrazně klesající tendence.

Řekli jsme si však, že u Altmanova Z-skóre musíme brát ohled především na fakt, že není konstruován pro podmínky České republiky a proto není možné jednoznačně konstatovat pozitivní výsledek. Bude vhodnější výsledek potvrdit modelem, který je na české podmínky, české podniky, konstruován.

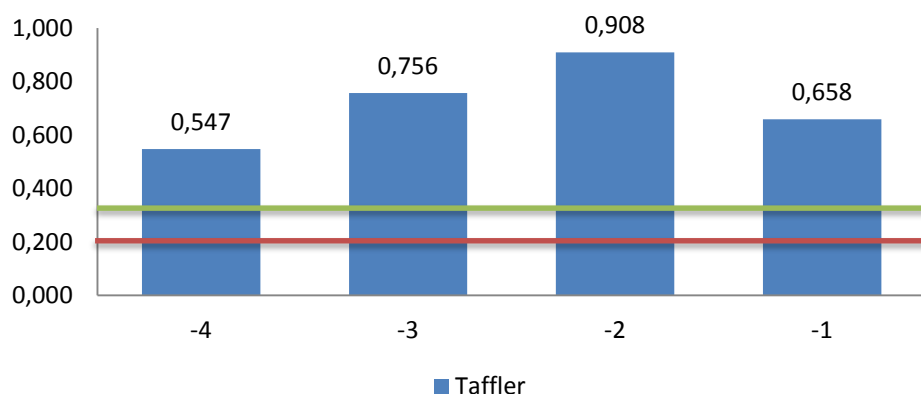
Z bankrotních modelů byl dále použit model IN05. Musel být v důsledku velmi nízkých nákladových úroků upraven v ukazateli EBIT/U. Právě v důsledku výrazného poklesu nákladových úroků u společnosti Papam, došlo k výraznému posunu celkového ukazatele.

**Graf č. 17** Aplikace modelu IN05 na společnosti Papam, s.r.o.

Zdroj: výroční zprávy společnosti Papam a vlastní výpočty

Z grafu je patrné, že na základě souhrnného indexu konstruovaného na podmínky České republiky už výsledky společnosti Papam nejsou tak přesvědčivé jako byly u Altmanova Z-skóre. Ve dvou z analyzovaných let se firma ocitá v oblasti nevyhraněných finančních výsledků, neboť vykazuje hodnoty nižší než 1,6. Dva roky byly nad úrovní potenciální tvorby ekonomické přidané hodnoty, i když v roce -3 jen velmi nepatrně nad hranicí. Nicméně původní příznivý vývojový trend se v posledním roce otočil. Společnost by měla pohlídat v budoucnu efektivnost, která byla důsledkem poklesu ukazatele.

Posledním aplikovaným bankrotním modelem je modifikovaný Taflerův model. Ten jen potvrzuje, že souhrnné indexy nejsou nejspolehlivějším způsobem pro hodnocení finančního zdraví podniku, znovu jsou hodnoty vysoko nad spodní hranicí zóny prosperity.

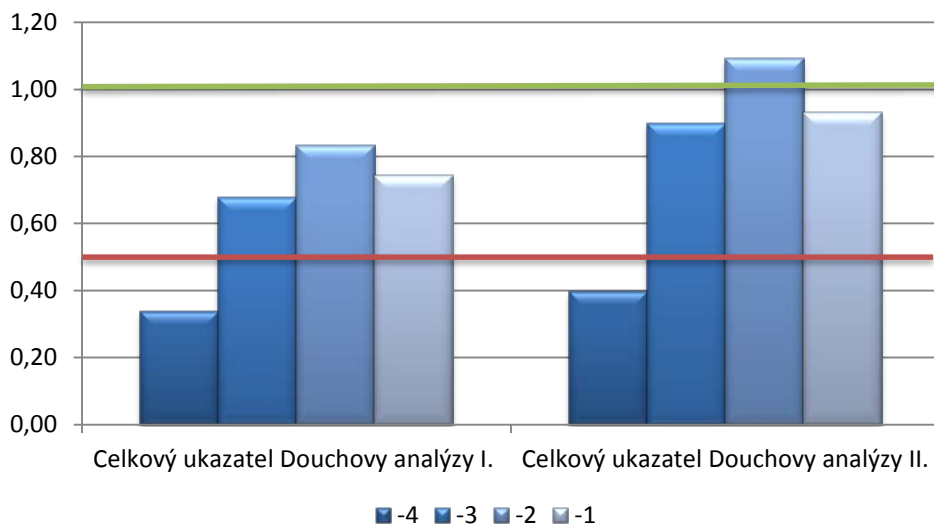
**Graf č. 18** Aplikace modifikovaného Taflerova modelu na společnosti Papam, s.r.o.

Zdroj: výroční zprávy společnosti Papam a vlastní výpočty

Vysokých hodnot v tomto modelu je dosaženo především v důsledku toho, společnost v prvních třech sledovaných letech vykazovala přírůstek zisku před zdaněním a pokles krátkodobých dluhů. I pro poslední rok měl dominantní vliv právě ukazatel EBT/KD. I v Taflerově modelu je stejně jako u ostatních modelů dominantní úloha tvorby výsledků hospodaření a minimální vliv udržení platební pozice společnosti.

## 8.2 BONITNÍ MODELY

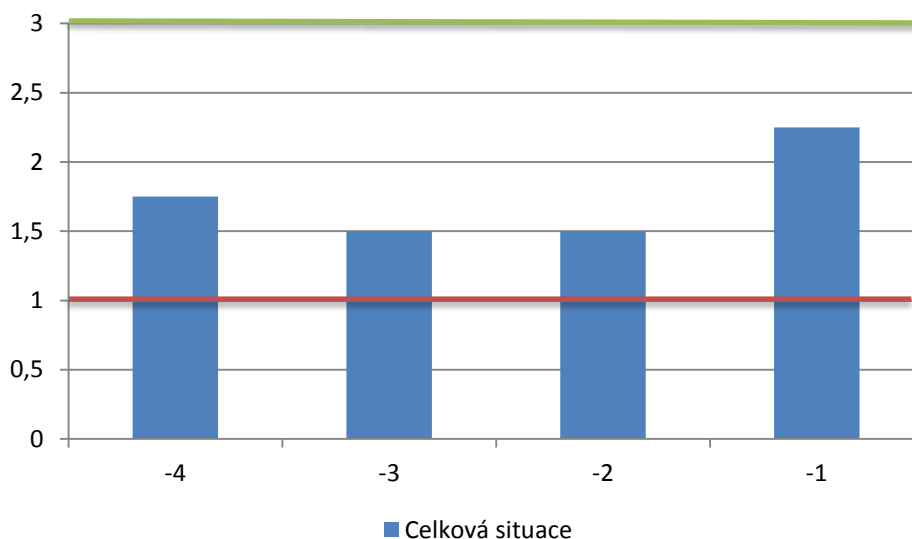
Graf č. 19 Hodnoty aplikované Bilanční analýzy I. a II.



Zdroj: výroční zprávy společnosti Papam a vlastní výpočty

Obě Douchovy analýzy, tedy jak rychlá analýza I., tak podrobnější analýza II., potvrdily skutečnost, že modelu formované pro podmínky České republiky vykazují poněkud odlišné výsledky. Rychlá bilanční analýza I. vykazuje hodnoty pohybující se od bankrotní zóny po šedou zónu v posledním roce s klesající tendencí, což není úplně ideální stav. Podrobnější analýza sice vykazuje hodnoty lepší, v roce -2 dokonce v zóně prosperity, nicméně ani podrobnější analýza nedává prostor přílišnému optimismu. Je možné firmě doporučit věnování pozornosti problémovým oblastem, kterými jsou podle Douchovy analýzy především rentabilita a likvidita (pozor těmto hodnotám je zároveň přiřazena nejvyšší váha), a snažit se posunout hodnoty do pásma prosperity. Určité mezery je možné spatřovat zejména v oblasti likvidity, kde je neúměrně mnoho finančních prostředků vázáno v zásobách (tedy položce neefektivní). Ne příliš přesvědčivé výsledky potvrzují i hodnoty Kralickova quicktestu.

Graf č. 20 Aplikace Kralickova quicktestu na společnosti Papam, s.r.o.



Zdroj: výroční zprávy společnosti Papam a vlastní výpočty

Asi nejméně přesné výsledky přináší aplikace Kralickova Quicktestu, protože bez ohledu na faktické hodnoty jednotlivých ukazatelů (viz příloha č.7) je jednotlivým oblastem přiřazována bodová hodnota a výsledná jednočíselná charakteristika je pouze aritmetickým průměrem bodových hodnot. I přes tento nedostatek Kralickův Quicktest potvrdil výsledky předchozích českých indexů hodnocení – firma patří ke společnostem pohybujícím se v šedé zóně. V podstatě lze říci, že podle tohoto souhrnného indexu hodnocení dopadla společnost nejhůře, neboť ani jeden analyzovaný rok nevykazuje hodnoty lepší než nevyhraněné finanční výsledky. Zároveň však jako jediný vykázal v posledním sledovaném roce přírůstek hodnoty. Nejpodstatnější vliv má na tuto skutečnost fakt, že společnosti výrazně přibýly cizí zdroje financování a zároveň poklesl stav provozních cash flow, což zapříčinilo významný růst druhého ukazatele Kralickova quicktestu a tím i celkového ukazatele.

#### **SHRNUTÍ PRAKTICKÁ APLIKACE SOUHRNNÝCH INDEXŮ HODNOCENÍ**

Je možné konstatovat, že při použití různých souhrnných indexů hodnocení dostáváme různé výsledky hodnocení, což vede k jediné možné domněnce, že nelze na základě takto sestavených indexů vytvářet kategorická rozhodnutí. Nesporným kladem těchto indexů je možnost relativně rychle vyhodnotit stav společnosti, chceme-li se však zajímat o společnost vážněji, pak by bylo vhodnější provést komplexní finanční analýzu.

Ukazatele konstruované na podmínky České republiky naznačovaly potenciální problémy ve fungování analyzované společnosti, neboť v obou případech spadala společnost do pásma nevyhraněných výsledků finanční situace s klesající tendencí v posledním sledovaném roce. Podobné výsledky lze nalézt u Kralickova quicktestu, neboť i zde se pohybují výsledky v pásmu šedé zóny. Podle Altmanova indexu a Tafflerova modelu firma nevykazuje žádné problémy a pohybuje se v pásmu prosperity. Nutno podotknout, že poslední dva zmiňované ukazatele neberou žádný ohled na úroveň likvidity, která u této společnosti představuje největší potenciální problém.

## ZÁVĚR

Finanční analýza je specifickým typem analýzy, jejímž smyslem je provést zhodnocení finančního hospodaření. Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení. Analýza je užitečná pro prověření dat z minulosti, doplnění vypočítané hodnoty podniku při koupi takového podniku, je východiskem pro sestavování finančního plánu. Úspěšnost a kvalita finanční analýzy do značné míry závisí na použitých vstupních informacích. Použité vstupní informace by měly být nejen kvalitní, ale také komplexní, aby byla podchycena pokud možno všechna data, která by mohla jakýmkoliv způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví firmy. Nejdůležitějším zdrojem informací pro zpracování finanční analýzy jsou základní účetní výkazy: rozvaha, výsledovka a výkaz cash flow.

Rozvaha je účetním výkazem, který zachycuje bilanční formou stav hospodářských prostředků (aktiva) a zdrojů jejich financování (pasíva) vždy k určitému datu. Výkaz zisku a ztráty je písemný přehled o výnosech, nákladech a hospodářském výsledku za určité období. Ve výkazu cash flow se zachycují příjmy peněz a jejich výdaje podle uskutečněných hospodářských operací. Patří k nejdůležitějším z hlediska posouzení rizik financování. Ve finančních analýzách je výkaz cash flow využíván pro zjištění potřeby financování, k hodnocení platební schopnosti a řízení likvidity.

Při realizaci finanční analýzy je nutno vždy přihlížet k tomu, aby volba metody finanční analýzy byla účelná, spolehlivá a v neposlední řadě, aby byla přiměřená z hlediska nákladů. Ve finanční analýze se můžeme setkat se dvěma stupni analýz: jednodušší elementární metody finanční analýzy zahrnující analýzu stavových ukazatelů, analýzu rozdílových a tokových ukazatelů, přímou analýzu intenzivních ukazatelů a analýzu soustav ukazatelů; a složitější vyšší metody finanční analýzy zahrnující matematicko-statistické metody a nestatistické metody. Pro účely základního kurzu Finanční analýzy jsme se zaměřili na metody elementární analýzy.

Analýza absolutních ukazatelů obsahuje procentní rozbor a analýzu trendů. Procentní rozbor představuje vertikální analýzu základních účetních výkazů. Cílem vertikálního rozboru je zjistit, jak se jednotlivé části podílely např. na celkové bilanční sumě a z hlediska časového zjištění pohybu v nastavení majetkového a finančního portfolia. Vzhledem k tomu, že vertikální rozbor je vyjadřován v procentech, je možné jej využít také pro srovnání s firmami v rámci stejného oboru podnikání, anebo obecně s odvětvovými průměry.

Horizontální analýza firmy hledá odpověď na otázky: o kolik se změnilly jednotlivé položky finančních výkazů v čase anebo o kolik % se změnilly jednotlivé položky v čase. Procentuální vyjádření je výhodnější v okamžiku, kdy hodláme uskutečněný rozbor podrobit hlubšímu zkoumání – tedy oborovému srovnání, navíc procentní vyjádření nám umožní rychlejší orientaci v číslech. Vyjádření v absolutních číslech však nezavrhuje, neboť nám umožní objektivnější pohled na jednotlivé položky z hlediska jejich absolutní důležitosti.

Poměrové ukazatele jsme rozčlenili do základních skupin, v rámci nichž jsme uvedli nejvýznamnější poměrové ukazatele. Obecně je největší váha připisována poměrovým ukazatelům rentability a likvidity. K dalším skupinám patří ukazatele zadluženosti, aktivity, ukazatele kapitálové trhu a ukazatele cash flow.

Neznamená to, že by tyto ukazatele měly menší vypovídací schopnost, je to jen logické vyústění toho, co nejvíce zajímá akcionáře (tedy zisk, resp. dividendy), a toho, co nejvíce zajímá management (je rovněž zainteresován na tvorbě zisku a zároveň musí zajistit stabilní finanční pozici firmy, o čemž vypovídají poměrové ukazatele likvidity).

Existující souhrnné indexy hodnocení je možné rozdělit do dvou základních skupin: bankrotní modely a bonitní modely. **Bankrotní modely** odpovídají na otázku, zda podnik do určité doby zbankrotuje. Do této skupiny patří: Altmanovo Z-skóre, Tafflerův model, model



„IN“ Index důvěryhodnosti. **Bonitní modely** se snaží bodovým hodnocením stanovit bonitu hodnoceného podniku. Do této skupiny patří: soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy, Tamariho model, Kralickův Quicktest, Modifikovaný Quicktest. Cílem souhrnných indexů hodnocení je umožnit v co nejkratším časovém horizontu získat co nejpřesnější pohled na finanční zdraví podniku. Je možné konstatovat, že při použití různých souhrnných indexů hodnocení dostáváme různé výsledky hodnocení, což vede k jediné možné domněnce, že nelze na základě takto sestavených indexů vytvářet kategorická rozhodnutí. Nesporným kladem těchto indexů je možnost relativně rychle vyhodnotit stav společnosti, chceme-li se však zajímat o společnost vážněji, pak by bylo vhodnější provést komplexní finanční analýzu.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. 2013. *Český statistický úřad: ČSÚ* [online]. [cit. 2013-01-15]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
- [2] DOUCHA, R. *Finanční analýza podniku*. Praha: VOX Consult, 1996. ISBN 80-902111-2-7
- [3] FREIBERG.F. *Finanční controlling – koncepce finanční stability firmy*. Praha: Management Press, 1996. ISBN: 80-85943-03-4.
- [4] FREIBERG, F. *Cash-Flow, řízení likvidity podniku*. Praha: Management Press, 1997. ISBN 80-85943-37-9.
- [5] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 80-86929-26-2
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání Praha: C. H. Beck 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [7] KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza: krok za krokem*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [8] LUNDHOLM, R., SLOAN, R. *Equity valuation and analysis*. NY: McGraw-Hill Companies, 2007. ISBN 007-310026-9
- [9] MAŘÍK, M. a KOL. *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3
- [10] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0
- [11] PENMAN, H. S. *Financial statement analysis and security valuation*. NY 2007. ISBN 007-125432-3
- [12] PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy. Manažerské účetnictví v praxi*. 1. vydání Praha: Grada Publishing 2005. ISBN 80-247-1046-3.
- [13] ROUBÍČKOVÁ, M., RŮČKOVÁ, P. *Finanční management*. I. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012., 290. ISBN 978-80-247-4047-8.
- [14] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza. Distanční studijní opora*. Karviná: OPF SLU, 2005. ISBN 80-7248-299-8
- [15] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza, metody, ukazatele a využití v praxi*. Praha: Praha: Grada Publishing, Praha, 2011, ISBN 978-80-247-3916-8.
- [16] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza, metody, ukazatele a využití v praxi 2. aktualizované vydání*. Praha: Grada Publishing, 2008. ISBN 978-80-247-2481-2
- [17] SYNEK, M. a KOL. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 2003. ISBN 80-247-0515-X
- [18] SYNEK, M. a KOL. *Podniková ekonomika*. Praha: C.H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-736-7
- [19] Server Ministerstva průmyslu a obchodu [online], 2013. [staženo 2013-01-15]. Dostupné z URL: <http://www.mpo.cz>
- [20] Server České národní banky [online], 2013. [staženo 2013-01-15]. Dostupné z URL: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)
- [21] Server Ministerstva financí České republiky [online], 2013. [staženo 2013-01-15]. Dostupné z URL: <http://www.mfcr.cz>
- [22] Server Ministerstva spravedlnosti České republiky [online], 2013. [staženo 2013-01-15]. Dostupné z URL: <http://or.justice.cz>

**SEZNAM ZKRATEK POUŽITÝCH V TEXTU**

Zkratka	Český termín	Anglický termín
<b>A</b>	Aktiva	Assets
<b>BÚ</b>	Bankovní úvěry	Bank Loan
<b>BV</b>	Účetní hodnota	Book Value
<b>C</b>	kapitál	Capital
<b>CF</b>	Peněžní toky	Cash Flow
<b>CK</b>	Cizí kapitál	Debt
<b>D</b>	Daň z příjmu právnických osob	
<b>EAT</b>	Čistý zisk, zisk po zdanění	Earnings after Taxes
<b>EBIT</b>	Zisk před zdaněním a úroky	Earnings before Interest and Taxes
<b>EBT</b>	Zisk před zdaněním	Earnings before Taxes
<b>EPS</b>	Zisk na akcii	Earning per Share
<b>EVA</b>	Ekonomická přidaná hodnota	Economic Value Added
<b>NOPAT</b>	Čistý provozní hospodářský výsledek	Net Operating Profit after taxes
<b>NWC</b>	Čistý pracovní kapitál	Net Working Capital
<b>P</b>	Pasíva	Liabilities
<b>P/E</b>	Tržní cena akcie/zisk na akcii	Price/Earnings ratio
<b><math>r_e</math></b>	Náklady vlastního kapitálu	Cost of common equity capital
<b><math>r_f</math></b>	Bezriziková úroková míra	Rate of return on a risk-free security
<b>ROA</b>	Rentabilita celkového vloženého kapitálu	Return on Assets
<b>ROE</b>	Rentabilita vlastního kapitálu	Return on Equity
<b>ROS</b>	Rentabilita tržeb	Return on Sales
<b>VK</b>	Vlastní kapitál	Equity
<b>WACC</b>	Průměrné vážené náklady kapitálu	Weighted Average Cost of Capital

## PŘÍLOHA Č. 1 ROZVAHA, STRANA AKTIV

Rozvaha aktiv a pasiv (tis. Kč) Papam, s.r.o.				
AKTIVA	-4	-3	-2	-1
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>659 352</b>	<b>634 753</b>	<b>644 077</b>	<b>596 385</b>
Dlouhodobý majetek	389 447	379 973	355 947	337 006
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	818	683	1 540	1 145
Software	688	683	1 540	1 145
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	362 461	351 944	332 438	317 261
Pozemky	3 055	3 055	3 055	3 002
Stavby	234 540	238 697	232 289	223 800
Samostatné movité věci a soubor movitých věcí	118 289	72 975	92 240	81 745
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	267	267	267	267
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 471	3 141	4 528	6 442
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 840	476	59	2 005
Dlouhodobý finanční majetek	26 169	27 345	21 969	18 599
Podíly v ovládaných a řízených osobách	25 445	26 622	21 245	17 876
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	723	723	723	723
<b>Oběžná aktiva (krátkodobý majetek)</b>	<b>269 406</b>	<b>253 830</b>	<b>287 310</b>	<b>259 379</b>
Zásoby	141 764	125 749	117 896	122 596
Materiál	101 914	85 150	77 146	79 800
Nedokončená výroba a polotovary	11 422	11 700	8 482	10 273
Výrobky	22 301	22 800	27 298	25 783
Zboží	6 128	6 099	4 969	6 740
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	126 446	126 944	167 756	135 051
Pohledávky z obchodních vztahů	122 257	103 476	113 117	99 050
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	21 222	53 005	28 186
Stát - daňové pohledávky	66	781	0	2 156
Krátkodobé poskytnuté zálohy	897	1 080	1 529	1 399
Dohadné účty aktivní	0	0	0	2 871
Jiné pohledávky	3 226	386	105	1 390
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	1 196	1 137	1 658	933
Peníze	78	117	109	104
Účty v bankách	1 118	1 021	1 549	829
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>498</b>	<b>947</b>	<b>820</b>	<b>798</b>
Časové rozlišení	498	947	820	798
Náklady příštích období	477	873	807	790
Příjmy příštích období	21	74	13	8

## PŘÍLOHA Č. 2 ROZVAHA, STRANA PASÍV

<b>Bilance aktiv a pasiv (tis. Kč) Papam, s.r.o</b>				
PASIVA	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>659 352</b>	<b>634 750</b>	<b>644 077</b>	<b>596 385</b>
Vlastní kapitál	440 178	474 966	513 650	364 339
Základní kapitál	175 467	175 467	175 467	175 467
Kapitálové fondy	82 117	77 596	68 844	74 520
Ostatní kapitálové fondy	61 132	61 132	61 132	61 132
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	20 985	16 464	7 712	13 388
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	35 734	35 623	35 576	35 527
Zákonný rezervní fond	35 093	35 093	35 097	35 093
Statutární a ostatní fondy	641	527	483	434
Výsledek hospodaření minulých let	145 984	146 075	185 524	33 047
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	875	40 207	48 239	45 778
<b>Cizí zdroje</b>	<b>219 174</b>	<b>159 784</b>	<b>130 426</b>	<b>232 046</b>
<i>Dlouhodobé závazky</i>	14 550	16 554	16 418	16 585
Rezervy	5 044	4 337	2 966	2 504
<i>Krátkodobé závazky</i>	199 324	138 893	111 042	212 633
Závazky z obchodních vztahů	50 487	54 510	60 902	59 815
Závazky - ovládající a řídicí osoba	107 144	34 537	1 609	118 217
Závazky k zaměstnancům	5 761	5 387	5 233	5 040
Závazky ze soc. a zdrav.	2 492	2 401	2 671	2 649
Přijaté zálohy	13	13	13	13
Dohadné účty pasivní	30 568	38 076	35 970	22 844
Stát - daňové závazky	2 782	3 809	4 568	4 055
Jiné závazky	77	160	76	0
Bankovní úvěry a výpomoci	256	0	0	0

## PŘÍLOHA Č. 3 VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

<b>VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY, Papam, s.r.o., (v tis. Kč)</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Tržby za prodej zboží	64 097	49 341	54 847	62 861
Náklady vynaložené na prodané zboží	44 496	37 540	39 291	43 423
<b>Obchodní marže</b>	<b>19 601</b>	<b>11 802</b>	<b>15 556</b>	<b>19 437</b>
Výkony	709 183	712 023	680 081	674 573
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	709 897	714 059	681 996	674 981
Výkonová spotřeba	532 591	522 506	490 536	487 533
Spotřeba materiálu a energie	374 538	369 705	337 726	339 482
Služby	158 053	152 801	152 810	148 051
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>196 193</b>	<b>201 319</b>	<b>205 101</b>	<b>206 885</b>
Osobní náklady	115 496	113 345	111 011	108 061
Mzdové náklady	85 766	87 860	83 016	80 591
Náklady na sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	28 581	27 020	26 936	26 417
Sociální náklady	1 149	1 132	1 059	1 053
Daně a poplatky	522	551	677	702
Odpisy DNM a DHM	36 001	34 024	32 236	28 647
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	11 269	2 363	2 626	5 198
Zůstat. cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	10 139	1 822	2 074	4 518
Změna stavu rezerv a pr.položek v provozní oblasti	-10 318	-12 581	-3 376	-1 268
Ostatní provozní výnosy	695	1 608	2 050	4 081
Ostatní provozní náklady	20 325	15 618	9 330	5 943
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>35 993</b>	<b>49 845</b>	<b>57 826</b>	<b>69 563</b>
Tržby z prodeje CP a podílů	8 593	172	0	0
Prodané CP a podíly	1 660	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve fin. oblasti	20 647	77	0	7 791
Výnosové úroky	342	16	1	47
Nákladové úroky	5 688	2 290	304	900
Ostatní finanční výnosy	7 987	7 331	2 715	4 037
Ostatní finanční náklady	11 334	5 984	3 578	4 754
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-22 407</b>	<b>2 851</b>	<b>1 983</b>	<b>-9 362</b>
Daň z příjmu za běžnou činnost	12 710	12 490	11 570	14 423
- splatná	9 267	10 485	11 707	14 532
- odložená	3 444	2 005	-137	-109
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>875</b>	<b>40 207</b>	<b>48 239</b>	<b>45 778</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>875</b>	<b>40 207</b>	<b>48 239</b>	<b>45 778</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>13 585</b>	<b>52 696</b>	<b>59 809</b>	<b>60 201</b>

## PŘÍLOHA Č. 4 VÝKAZ CASH FLOW

<b>Přehled o peněžních tocích Papam, a. s. v tis. Kč</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
<b>Počáteční stav peněžních prostředků</b>	13 331	1 196	1 137	1 658
<i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i>				
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	13 585	52 696	59 809	60 201
Úpravy o nepeněžní operace	56 341	28 605	29 683	35 686
Odpisy stálých aktiv	49 761	43 132	36 193	28 921
Změna stavu opravných položek a rezerv	6 284	-15 729	-5 155	6 523
Změna stavu rezerv	4 044	-707	-1 371	-462
(Zisk) Ztráta z prodeje stálých aktiv	-8 093	-364	-288	-612
Nákladové a výnosové úroky	5 346	2 273	303	853
Ostatní nepeněžní operace	-1 001	0	0	0
<b>Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu</b>	69 926	81 302	89 492	95 887
Změna stavu pracovního kapitálu	-12 497	48 078	2 297	-10 095
Změna stavu zásob	-20 950	17 509	6 045	-4 254
Změna stavu obchodních pohledávek	-7 781	19 816	-9 692	14 152
Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv	6 372	-349	458	-4 705
Změna stavu obchodních závazků	-1 753	4 023	6 392	-1 087
Změna stavu ostatních závazků	9 366	7 079	-907	-14 201
<b>Čistý provozní peněžní tok před zdaněním</b>	57 430	129 379	91 788	85 791
Placené úroky	-5 688	-2 290	-304	-900
Placené daně	-6 934	-9 411	-12 190	-13 861
<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	44 808	117 679	79 294	71 030
<i>Peněžní toky z investiční činnosti</i>				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-21 153	-23 514	-13 689	-13 931
Příjmy z prodeje stálých aktiv	11 495	743	427	1 468
Poskytnuté půjčky a úvěry	0	-21 222	-31 783	24 819
Přijaté úroky	342	16	1	47
<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	-9 315	-43 976	-45 043	12 403
<i>Peněžní toky z finančních činností</i>				
Změna stavu závazků a dlouhodobých a krátkodobých úvěrů	-46 846	-72 864	-32 928	116 608
Vyplacené podíly	0	0	0	-200 000
Dopady změn vlastního kapitálu	-782	-898	-802	-765
<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	-47 621	-73 761	-33 730	84 158
<b>Čistá změna peněžních prostředků</b>	-12 135	-59	521	725
<b>Konečný stav peněžních prostředků</b>	1 196	1 137	1 658	933

## PŘÍLOHA Č. 5 POMĚROVÁ ANALÝZA

<b>Ukazatele likvidity</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Okamžitá likvidita	0,01	0,01	0,01	0,00
Pohotová likvidita	0,64	0,92	1,53	0,64
Běžná likvidita	1,35	1,83	2,59	1,22
Pracovní kapitál	210 246	344 813	528 802	140 238
Obrátka pracovního kapitálu	11,04	6,64	4,18	15,78
<b>Ukazatele rentability</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
ROA s EAT	0,13%	6,33%	7,49%	7,68%
ROA s EBIT	5,46%	7,85%	8,98%	11,66%
ROCE	0,19%	8,18%	7,59%	12,66%
ROE	0,20%	8,47%	9,39%	12,56%
ROS	0,11%	5,27%	6,55%	6,20%
Nákladovost	99,89%	94,73%	93,45%	93,80%
Obrat celkových aktiv	1,17	1,20	1,14	1,24
<b>Ukazatele aktivity</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Obratovost zásob	5,4597	6,0708	6,2500	
Doba obratu zásob	66,8531	58,6413	58,4004	60,6467
Obratovost pohledávek	6,1211	6,0137	4,3923	5,4634
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	59,6294	60,6948	83,0990	66,8080
Obratovost závazků	3,8831	5,4963	6,6357	3,4700
Doba obratu závazků (ve dnech)	93,9973	66,4079	55,0055	105,1866
<b>Ukazatele zadluženosti</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Debt ratio	33,24%	25,17%	20,25%	38,91%
Equity ratio	66,76%	74,83%	79,75%	61,09%
Finanční páka	1,4979	1,3364	1,2539	1,6369
Debt/equity ratio	0,4979	0,3364	0,2539	0,6369
Úrokové krytí	7,3275	22,7697	191,0077	78,2636
Maximální úroková míra	8,18%	10,49%	11,26%	19,09%
<b>Ukazatel cash flow</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Obratová rentabilita	6%	16%	12%	10%
Stupeň oddlužení	20%	74%	61%	31%
Fin. využití vlastního kapitálu	10%	25%	15%	19%
Fin. rentabilita fin. fondu	37,4542	103,4689	47,8249	76,1308



## PŘÍLOHA Č. 6 BILANČNÍ ANALÝZA I. A II.

## Douchova analýza I.

	-4	-3	-2	-1
ukazatel stability S	1,13	1,25	1,44	1,08
ukazatel likvidity L	0,30	0,42	0,70	0,29
ukazatel aktivity A	0,54	0,56	0,53	0,57
ukazatel rentability R	0,02	0,68	0,75	1,01
<b>Celkový ukazatel Douchovy analýzy I.</b>	0,34	0,68	0,83	0,74

## Douchova analýza II.

<b>Ukazatele stability</b>	-4	-3	-2	-1
S1	1,13	1,25	1,44	1,08
S2	1,34	1,50	1,59	1,22
S3	2,01	2,97	3,94	1,57
S4	0,66	0,91	1,16	0,56
S5	0,31	0,34	0,36	0,32
$S = (2*S1+S2+S3+S4+2*S5)/7$	0,98	1,22	1,47	0,88
<b>Ukazatele likvidity</b>	-4	-3	-2	-1
L1	0,01	0,02	0,03	0,01
L2	0,30	0,42	0,70	0,29
L3	0,54	0,73	1,03	0,49
L4	0,35	0,60	0,91	0,26
$L = (5*L1+8*L2+2*L3+L4)/16$	0,24	0,35	0,55	0,23
<b>Ukazatele rentability (EAT zisk po zdanění)</b>	-4	-3	-2	-1
R1	0,04	2,00	2,35	2,21
R2	0,02	0,68	0,75	1,01
R3	0,03	1,27	1,50	1,54
R4	0,05	2,11	2,63	2,48
R5	3,52	1,26	1,29	1,54
$R = (3*R1+7*R2+4*R3+2*R4+R5)/17$	0,23	1,25	1,46	1,55
<b>Ukazatele aktivity</b>	-4	-3	-2	-1
A1	0,59	0,60	0,57	0,62
A2	0,44	0,40	0,36	0,51
A3	1,01	1,06	1,12	1,12
$A = (A1+A2+A3) / 3$	0,68	0,69	0,68	0,75
<b>Celkový ukazatel Douchovy analýzy II.</b>	-4	-3	-2	-1
$C = (S*2 + L*4 + A*1 + R*5) / 12$	0,40	0,90	1,09	0,93

## PŘÍLOHA Č. 7 SOUHRNNÉ INDEXY HODNOCENÍ

### Altmanovo Z-skóre

	-4	-3	-2	-1
X1	0,10629	0,18107	0,27367	0,0783823
X2	0,22	0,23	0,29	0,06
X3	0,05459	0,07853	0,08978	0,1166412
X4	2,00835	2,97254	3,93824	1,570114
<b>Celkový Altman</b>	<b>3,89464</b>	<b>5,58695</b>	<b>7,47282</b>	<b>3,1272782</b>

### Index IN05

	-4	-3	-2	-1
A/CZ	3,00835	3,97256	4,93824	2,570114
EBIT/U	6,32745	9	9	9
EBIT/A	0,05459	0,07853	0,08978	0,1166412
T/A	1,17	1,20	1,14	1,24
OA/(KZ+KBU)	1,3516	1,82753	2,58739	1,2198436
<b>IN05</b>	<b>1,22905</b>	<b>1,60522</b>	<b>1,83151</b>	<b>1,5267761</b>

### Modifikovaná verze Tafflerova modelu

	-4	-3	-2	-1
EBT/KZ	0,068157	0,379403	0,538611	0,28312006
OA/CZ	1,229189	1,588581	2,20285	1,1177913
KZ/CZ	0,909434	0,869251	0,85138	0,91633986
T/CA	1,173871	1,202674	1,14403	1,23719031
<b>Taffler</b>	<b>0,547435</b>	<b>0,756492</b>	<b>0,908128</b>	<b>0,65825812</b>

### Kralickův QuickTest

	-4	-3	-2	-1
R1	0,67	0,75	0,80	0,61
R2	4,86	1,35	1,62	3,25
R3	0,05	0,08	0,09	0,12
R4	0,063	0,165	0,117	0,105
Finanční situace	2,5	2	2	2,5
Výnosová situace	1	1	1	2
<b>Celková situace</b>	<b>1,75</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,25</b>

Název: Finanční analýza  
Autor: **Ing. Petra Růčková, Ph.D.**  
Vydavatel: Slezská univerzita v Opavě  
Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné  
Určeno: studentům SU OPF Karviná  
Počet stran: 107  
Vydání: on-line  
ISBN: **978-80-7510-024-5**

Tato publikace neprošla jazykovou úpravou.