

Metody komplexního hodnocení podniku

Marek Vochozka

finanční analýza, metody

metodika tvorby modelů hodnocení

bonitní a bankrotní modely

ukazatel EVA

praktické příklady

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.

Používání elektronické verze knihy je umožněno jen osobě, která ji legálně nabyla a jen pro její osobní a vnitřní potřeby v rozsahu stanoveném autorským zákonem. Elektronická kniha je datový soubor, který lze užívat pouze v takové formě, v jaké jej lze stáhnout s portálu. Jakékoliv neoprávněné užití elektronické knihy nebo její části, spočívající např. v kopírování, úpravách, prodeji, pronajímání, půjčování, sdělování veřejnosti nebo jakémkoliv druhu obchodování nebo neobchodního šíření je zakázáno! Zejména je zakázána jakákoliv konverze datového souboru nebo extrakce části nebo celého textu, umísťování textu na servery, ze kterých je možno tento soubor dále stahovat, přitom není rozhodující, kdo takovéto sdílení umožnil. Je zakázáno sdělování údajů o uživatelském účtu jiným osobám, zasahování do technických prostředků, které chrání elektronickou knihu, případně omezují rozsah jejího užití. Uživatel také není oprávněn jakkoliv testovat, zkoušet či obcházet technické zabezpečení elektronické knihy.



Copyright © Grada Publishing, a.s.



Copyright © Grada Publishing, a.s.

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

*Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude **trestně stíháno**.*

Edice Finanční řízení

Ing. Marek Vochozka, MBA, Ph.D.

Metody komplexního hodnocení podniku

Vydání odborné knihy schválila

Vědecká redakce nakladatelství Grada Publishing, a.s.

Recenzenti: Ing. Václav Bašek, CSc., prof. Ing. Jaroslav Homolka CSc.

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 4387. publikaci

Realizace obálky Jan Dvořák

Sazba Jan Šístek

Odpovědná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Počet stran 248

První vydání, Praha 2011

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© GRADA Publishing, a. s., 2011

ISBN 978-80-247-3647-1 (tištěná verze)

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, fax 234 264 400, www.grada.cz

ISBN 978-80-247-7462-6 (elektronická verze ve formátu PDF)

© Grada Publishing, a.s. 2012

Obsah

1. Proč hodnotit podnik	9
1.1 Hodnocení podniku podnikem samotným	9
1.2 Hodnocení z důvodu vlastnické změny ve společnosti	9
1.3 Hodnocení podniku ze strany externích subjektů	10
2. Finanční analýza	12
2.1 Finanční analýza – uživatelé	12
2.2 Finanční analýza – její vstupy	14
2.3 Základní metody finanční analýzy	19
3. Nástroje hodnocení podniku	39
3.1 Metodika tvorby modelů hodnocení podniku	39
3.2 Jednorozměrná analýza (univariate analysis)	40
3.3 Risk index modely	41
3.4 Vícenásobná diskriminační analýza	42
3.5 Modely podmíněné pravděpodobnosti	47
3.6 Problémy související s klasickými statistickými metodami	49
3.7 Neuronové struktury – NN	69
4. Bonitní a bankrotní modely	75
4.1 Finanční analýza – Schmallenbachova společnost	75
4.2 Dynamický stupeň zadlužení	76
4.3 Finanční hodnocení podniku: Bonitní modely	77
4.4 Finanční hodnocení podniku: Bankrotní modely	83
4.5 Finanční hodnocení podniku: Bankrotně bonitní modely	108
5. EVA – Economic Value Added (Brealey, Myers, Allen, Kislingerová)	120
5.1 Základní struktura ukazatele EVA	120
5.2 Výpočet jednotlivých složek vzorce ukazatele EVA	121
5.3 Rozbor ukazatele EVA	125
6. EVA – Economic Value Added (Neumaierovi)	126
6.1 WACC a ratingový model	129
6.2 Tržní přidaná hodnota MVA – Market Value Added	133
7. Harry Pollak – hodnocení životaschopnosti podniku	135
8. Vypovídací hodnota vybraných bankrotních modelů	143
8.1 Praktická část: aplikace na konkrétním podniku	155
8.2 Praktická část II: posouzení vypovídací hodnoty celého vzorku	159
8.3 Praktická část II: posouzení vypovídací hodnoty stavebních podniků	161
9. Závěr	165
10. Seznam použité literatury	167
11. Seznam použitých zkratk	182

Příklad 1	184
Příklad 2	193
Poměrová finanční analýza	204
Metody komplexního hodnocení podniku (bankrotní a bonitní modely)	212
Příklad 3	220
Poměrová finanční analýza	231
Metody komplexního hodnocení podniku (bankrotní a bonitní modely)	236
12. Rejstřík	244

Poděkování

Rád bych touto cestou vyjádřil velké poděkování Ing. Václavu Baškovi, CSc., prof. Ing. Jaroslavu Homolkovi, CSc., Ing. Pavlu Rouskovi a Bc. Evě Pšikalové za jejich věcné připomínky, kladná doporučení a cenné rady pro tuto publikaci.

1. Proč hodnotit podnik

V dnešní době, kdy hospodaření většiny firem u nás i ve světě významně ovlivnil nástup hospodářské krize, se téma hodnocení podniků stává opět více aktuálním a jeho význam roste – společnosti se transformují, prodávají, slučují, dostávají se do finanční tísně, krachují. Zpříšňují se podmínky poskytování úvěrů ze strany finančních institucí, pojišťovny se více zaměřují na analýzy rizik a odhalování pojistných podvodů, investoři investující do cenných papírů jsou opatrnější než v dřívější době, majitelé se staví zodpovědněji ke zprávám managementu o stavu jejich společnosti. Jak je z těchto skutečností patrné, důvodů pro hodnocení podniků je mnoho. Účel, k jakému má hodnocení sloužit, případně komu má sloužit, je základním kritériem majícím zásadní vliv na určení celého procesu hodnocení. V obecném pojetí můžeme definovat různé účely a způsoby hodnocení/ocenění podniku.

1.1 Hodnocení podniku podnikem samotným

K hodnocení podniku podnikem samotným, resp. managementem tohoto podniku, dochází z několika různých důvodů:

potřeba managementu – v některých společnostech je jedním kritériem hodnocení managementu např. dosažená hodnota společnosti (management má stanovenou tzv. cílovou hodnotu společnosti). Management využívá hodnocení podniku jako zpětné vazby své činnosti.

potřeba majitelů – majitelé podniku mají výrazný zájem na informaci, jakým směrem a také jakou rychlostí se vyvíjí jejich „bohatsví“. Z tohoto důvodu mají velký zájem na co nejpřesnějších informacích o aktuálním stavu své společnosti.

1.2 Hodnocení z důvodu vlastnické změny ve společnosti

Dochází-li k prodeji podniku nebo jeho části, k prodeji podílu ve společnosti nebo k fúzi společností, je pro prodávajícího i kupujícího důležité znát tržní hodnotu společnosti. M. Mařík (1998) píše, že „tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tuto tržní cenu je dále nutné upravit o subjektivní aspekty. Mnoho teoretiků oceňování se přiklání k názoru, že hodnotu podniku je třeba považovat za jedinečný jev. Hodnotou podniku tedy není prioritně pravděpodobná cena podniku na trhu, ale souhrn užitků konkrétního účastníka transakce.

Subjektivní aspekty se v praxi u prodávajícího a kupujícího významně liší i přes fakt, že bývají zpravidla alespoň částečně oboustranně objektivně podloženy. Prodávající do těchto aspektů zahrnuje například očekávání budoucího pozitivního vývoje společnosti z důvodu rozjednaných nových kontraktů či vývoje nového nebo inovovaného produktu. To bude mít ze strany prodávajícího vliv na zvyšování ceny nad rámec aktuálního (tržního) ocenění. Naproti tomu u kupujícího bude u subjektivních aspektů hrát významnou roli motiv koupě společnosti. Bude-li jeho motivem odstranění konkurence, nebude

výše zmíněným subjektivním aspektům přisuzovat takovou váhu jako prodávající. Další skutečností, mající vliv na váhu subjektivních aspektů v prodejní ceně, je případná existence či neexistence konkrétního zájemce. Je-li společnost nabízena k prodeji, aniž by byl znám konkrétní zájemce, pak nemůže prodávající klást subjektivním aspektům větší význam a je nucen držet se spíše tržního ocenění. Nicméně i to pro něho může být za určitých podmínek – např. v případě spíše negativního očekávání budoucího vývoje – výhodné.

Další skutečností, která bude mít u vlastnické změny společnosti vliv na celkovou hodnotu společnosti, je její právní forma a s tím související způsob ručení.

1.3 Hodnocení podniku ze strany externích subjektů

Další skupinou uživatelů informací ohledně hodnocení podniku jsou externí subjekty spolupracující s hodnoceným subjektem – dodavatelé, odběratelé, banky, pojišťovny, kooperující partneři, zaměstnanci, odborové a oborové organizace apod. Obecně se tato skupina, která v různých formách ovlivňuje hodnocený podnik a současně je i tímto podnikem ovlivňována, v moderní literatuře nazývá „stakeholderi“.

Mezi jednotlivými stakeholdery se asi nejdůkladněji oceněním podniků zabývají banky a jim podobné finanční instituce, které poskytují podniku finanční prostředky, ať už pro krátkodobé či dlouhodobé financování. Každý zájemce o úvěr je detailně zkoumán bankovními analytiky, kteří mj. využívají i informace od dalších subjektů – například ratingových a scoringových společností. Jejich společným cílem je snaha o predikci budoucího vývoje analyzovaného subjektu a následné dopady na jeho schopnosti plnit své závazky včas a v dostatečné míře. Banky používají vlastní osvědčené metody pro prověřování bonity klientely a dbají na co možná nejsilnější zajištění úvěrů. Využívají ke své práci nejrozumnější bankovní a bonitní modely a tyto doplňují a rozšiřují o své vlastní ukazatele. Z okruhu stakeholderů mají banky bezpochyby nejlepší přístup k informacím, které získávají v aktuálním čase přímo od hodnoceného podniku – klienta, což jim umožňuje ohodnotit daný subjekt s daleko větší spolehlivostí než ostatní subjekty mající zpravidla k dispozici pouze informace z řádné účetní závěrky (které v důsledku zákonných lhůt vymezených pro zveřejnění účetní závěrky nemusejí v momentu zveřejnění vypovídat o právě aktuálním stavu daného subjektu).

Dodavatelé v běžné praxi v drtivé většině případů poskytují svým zákazníkům určitý čas na úhradu svých závazků, čímž se řadí mezi subjekty podílející se na financování svých zákazníků. Zejména u dodavatelských subjektů s malým absolutním počtem zákazníků kombinovaných s dlouhými splatnostmi závazků z obchodního styku (v dnešní době se běžně setkáváme s 60denní, ale nezřídka kdy i se 120denní splatností) může být finanční tíseň jednoho zákazníka pro daného dodavatele likvidační. Z tohoto pohledu je pro dodavatele alespoň rámcová informace o finanční stabilitě svého zákazníka neméně důležitá, jako pro bankovní subjekty. Bohužel ve srovnání s nimi nemá dodavatel takový přístup k informacím o svých zákaznících a musí se spoléhat na již zmiňované finanční výkazy zveřejňované např. společně s účetní závěrkou.

Pro odběratele je stabilní finanční situace svých dodavatelů klíčová zejména z důvodu zajištění plynulého chodu své výroby. V dnešní době minimalizace skladových zásob

(v extrémních případech až existence nulových zásob) je pro odběratele stabilita svých dodavatelů klíčová. Závazek dodavatele k zákazníkovi ohledně pravidelného poskytování nejrůznějších informací (zejména ze své rozvahy) je dnes běžně zahrnován do rámcových dodavatelsko-odběratelských smluv.

2. Finanční analýza

Dříve, než se budeme věnovat metodám komplexního hodnocení podniku, bych chtěl zaměřit vaši pozornost k finanční analýze jako takové. V prostředí České republiky je jejím propagátorem především profesor Synek, potažmo profesorka Kislingerová. Vycházejí z přístupu, který definovala v Německu Schmallenbachova společnost.

Její výhodou je možnost analytického a systémového přístupu k jednotlivým činnostem podniku. Můžeme hodnotit samostatně likviditu, aktivitu či rentabilitu. Tento přístup však klade zásadní důraz na znalosti a zkušenosti hodnotitele. Měl by umět interpretovat nejen jednotlivé ukazatele, ale měl by z takovýchto střípků poskládat mozaiku, která předá příslušným skupinám informaci o stavu společnosti. Navíc se mnohdy setkáváme s tím, že hodnotitelé vybírají ukazatele, které nemají přímou vazbu na jejich zájmy a motivy.

Finanční analýza je formalizovanou metodou, která umožňuje získat představu o finančním zdraví podniku. Její tvorba spadá do kompetencí finančního manažera a také vrcholového vedení podniku. Je prováděna především před investičním či finančním rozhodnutím v podniku. Pouze na základě zůstatků či obrátů jednotlivých účtů se nelze zcela správně rozhodnout. Údaje získané z účetních výkazů mají praktický smysl až při porovnání s ostatními číselnými údaji. Finanční analýza přezkoumává minulost i současnost a přináší tak informace o výkonnosti podniku a o potenciálních rizicích, které vyplývají z jeho fungování. Zároveň se zabývá i dalším vývojem podniku a jeho budoucími kroky. Porovnáním jednotlivých ukazatelů v čase a prostoru vzniká hlavní přínos finanční analýzy.

2.1 Finanční analýza – uživatelé

Informace o finančním zdraví podniku nevyužívají pouze manažeři a vrcholové vedení. Uživatelé finanční analýzy lze rozdělit na externí a interní. Mezi externí uživatele patří:

- stát a jeho orgány,
- investoři,
- banky a jiní věřitelé,
- obchodní partneři,
- konkurence, apod.

Interními uživateli finanční analýzy jsou:

- manažeři,
- zaměstnanci,
- odboráři.

2.1.1 Stát a jeho orgány

Stát se zaměřuje především na kontrolu vykazovaných daní a dále využívá informace o podnicích pro různé statistické průzkumy, rozdělování finančních výpomocí (subvence, dotace, atd.), kontrolu podniků se státní účastí a sleduje finanční zdraví podniků, kterým byly v rámci veřejné soutěže svěřeny státní zakázky.

2.1.2 Investoři

Investoři jsou jinými slovy poskytovatelé kapitálu a využívají zprávy o finanční výkonnosti podniku především proto, aby získali dostatečné množství informací pro rozhodování o potenciálních investicích. Sledují především míru rizika a výnosů spojených s vloženým kapitálem. Dále také získávají informace, jak podnik nakládá s prostředky, které do podniku vložili. Tento aspekt je důležitý hlavně u akciových společností, kde vlastníci kontrolují manažery, jak hospodaří.

2.1.3 Banky a jiní věřitelé

Věřitelé využívají informace z finanční analýzy proto, aby získali představu o finančním zdraví budoucího či existujícího dlužníka. V počáteční fázi se věřitel rozhoduje, zda úvěr poskytne, v jaké výši a za jakých podmínek. Součástí úvěrových smluv bývá pravidelné předávání zpráv o finanční situaci podniku (dlužníka).

2.1.4 Obchodní partneři

Obchodní partneři se zaměřují zejména na schopnost podniku dostát svým závazkům z daných obchodních vztahů. Proto sledují především zadluženost, solventnost a likviditu podniku. Tyto ukazatele jsou projevem krátkodobého zájmu zákazníků a dodavatelů. Neméně důležité je však i hledisko dlouhodobé, které představuje dlouhodobou stabilitu obchodních vztahů.

2.1.5 Manažeři

Manažeři potřebují finanční analýzu pro potřeby operativního a strategického finančního řízení podniku. Ve většině podniků jsou jistě jejími zpracovateli, protože mají přístup i k informacím, které nejsou veřejně dostupné externím uživatelům (banky, stát, investoři, atd.). Výstupy z finanční analýzy využívají manažeři ke každodenní práci a snaží se tak naplánovat základní cíle podniku.

2.1.6 Zaměstnanci

Zaměstnanci mají přirozený zájem na prosperitě a stabilitě podniku. Jedná se zejména o prosperitu a jistotu zaměstnání, o stabilitu v oblasti mzdové a sociální.

2.1.7 Další uživatelé

Uvedený výčet uživatelů finanční analýzy není zcela úplný a je tedy zřejmé, že se význam finanční analýzy nesmí podceňovat. V současnosti je sestavování a vyhodnocování finančních ukazatelů běžnou součástí činnosti podniku.

2.2 Finanční analýza – její vstupy

Hlavním zdrojem informací pro vypracování finanční analýzy je účetní závěrka. Dle E. Kissingerové (2007) „v České republice upravuje tuto oblast především zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a dále od 1. 1. 2003 soubor opatření, kterými se stanoví účetní osnova a postupy účtování“.

Základní typy účetní závěrky jsou následující:

- řádná účetní závěrka (dle zákona č. 563/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů „roční účetní závěrka“),
- mimořádná účetní závěrka,
- mezitímní účetní závěrka.

Řádná účetní závěrka je nejčastěji zmiňovaná, protože ji podniky zpracovávají k poslednímu dni běžného účetního období. K tomuto dni se uzavírají účetní knihy a výstupy slouží pro výpočet daně z příjmu. Někdy je též nazývána jako „konečná účetní závěrka“.

V ostatních případech se stavuje mimořádná účetní závěrka. Její tvorba je tedy závislá na mimořádných okolnostech, např. vstup společnosti do insolvenčního řízení.

Mezitímní účetní závěrka se sestavuje v průběhu běžného účetního období a hlavním rozdílem mezi ní a řádnou účetní závěrkou je, že nedochází k uzavírání účetních knih a inventarizace se provádí jen pro účel vyjádření ocenění majetku. Mezitímní účetní závěrka je sestavována např. při přeměně společnosti.

Dalším cenným zdrojem při zpracování finanční analýzy může být výroční zpráva. Zpracovávají ji ty účetní jednotky, které podle § 21 zákona o účetnictví podléhají auditu.

Účetní závěrka je tvořena následujícími účetními výkazy:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty zisku a ztrát,
- výkaz cash flow (přehled o peněžních tocích),
- příloha k účetní závěrce.

2.2.1 Rozvaha

Rozvaha je písemným přehledem majetku a zdrojů podniku k určitému datu. Názvy jednotlivých položek a jejich hodnoty vycházejí z jednotlivých účtů účetní osnovy a postupů účtování. Jinými slovy rozvaha zachycuje majetkovou a zdrojovou strukturu podniku. Aktiva jsou majetkem, kterým podnik disponuje, a pasiva jsou zdrojem kapitálu, ze kterého byly jednotlivé majetkové položky pořízeny. Základním vztahem v rozvaze je princip bilanční rovnosti, který lze vyjádřit následovně:

Vzorec 1: Aktiva

$$\text{Aktiva} = \text{vlastní kapitál} + \text{dluhy}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Aktiva jsou vložené prostředky, které mají podniku přinést určitý ekonomický efekt a vznikly na základě minulých rozhodnutí. Dluhy jsou veškeré současné závazky podniku, které budou v budoucnosti snižovat ekonomický efekt aktiv zapojených do činnosti podniku.

2.2.1.1 Aktiva

Majetek se dělí na tři základní skupiny – na stálá aktiva (dlouhodobý majetek), krátkodobý oběžný majetek a třetí skupinu tvoří specifická skupina přechodných aktiv (časové rozlišení).

Tabulka 1: Základní struktura aktiv

Označení	AKTIVA	Běžné účetní období			Minulé období
		Brutto	Korekce	Netto	
	AKTIVA CELKEM				
A.	Pohledávky za upsání vlastní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek				
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva				
C.I.	Zásoby				
C.II.	Dlouhodobé pohledávky				
C.III.	Krátkodobé pohledávky				
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek				
D.	Časové rozlišení				

Zdroj: Kislingerdová, E. a kol. (2007).

Dlouhodobý majetek je tvořen především dlouhodobým hmotným a nehmotným majetkem. Do hmotného dlouhodobého majetku patří nemovitosti (pozemky, stavby a budovy, vodní díla atd.), byty, technické rekultivace, předměty z drahých kovů a ložiska. Další důležitou složkou jsou samostatné movité věci s užitnou dobou delší než jeden rok. Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří zřizovací výdaje, nehmotné výsledky vědy a výzkumu, software a ocenitelná práva. Jeho doba užití je také delší než jeden rok. Proces postupného jak fyzického, tak i morálního opotřebení dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku je vyjádřen formou odpisů. Finanční majetek je poslední částí dlouhodobého majetku. Tvoří ho cenné papíry a podíly s dobou držení delší než 12 měsíců, majetkové účasti a realizované cenné papíry a podíly, dlužné cenné papíry držené do splatnosti.

Oběžná aktiva zastávají v podniku jinou roli než stálá aktiva. Mění svoji podobu a zajišťují plynulost reprodukčního procesu. Existují v podobě věcné (materiál, suroviny, rozpracovaná výroba, hotové výrobky) a v podobě peněžní (peníze v pokladně, na účtu, pohledávky a krátkodobé cenné papíry).

Poslední položkou stálých aktiv je časové rozlišení, jehož rozsah použití se značně liší. Patří sem náklady příštích období (např. nájem placený dopředu), příjmy příštích období (výnosy běžného období, které zatím nebyly přijaty), atd.

2.2.1.2 Pasiva

Pasiva jsou tvořena třemi základními položkami: vlastním kapitálem, cizími zdroji a časovým rozlišením.

Tabulka 2: Základní struktura pasiv

Označení	PASIVA	Stav běžného účetního období	Stav v minulém účetním období
	PASIVA CELKEM		
A.	Vlastní kapitál		
A.I.	Základní kapitál		
A.II.	Kapitálové fondy		
A.III.	Rezervní fondy		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let		
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období		
B.	Cizí zdroje		
B.I.	Rezervy		
B.II.	Dlouhodobé závazky		
B.III.	Krátkodobé závazky		
B.IV.	Bankovní úvěry		
C.	Časové rozlišení		

Zdroj: Kislingerová, E. a kol. (2007).

Vlastní kapitál je v rozvaze první hlavní částí pasiv. Jeho základní položkou je základní kapitál. Vytváří ho především obchodní společnosti v souladu se zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. Povinně ho musí vytvářet komanditní společnost (min. 5 000 Kč), společnost s ručením omezeným (min. 200 000 Kč) a akciové společnosti (min. 2 mil. Kč, u společností založených s veřejnou nabídkou akcií min. 20 mil. Kč). Další položkou vlastního kapitálu jsou kapitálové fondy, které obsahují emisní ážio. Ostatní kapitálové fondy jsou fondy tvořené ze zisku (zákonný rezervní fond a ostatní fakultativní fondy, jejichž režim se řídí stanovami společnosti.). Poslední položkou vlastního kapitálu je výsledek hospodaření z minulých let (tj. neuhrazená ztráta nebo nerozdělený zisk) a výsledek hospodaření běžného účetního období.

Cizí zdroje jsou zdroje, které si podnik zapůjčil od jiných právnických či fyzických osob na určitou dobu a za zapůjčení platí cenu tzv. úrok. Úrok je tedy z pohledu podniku náklad, který musel vynaložit v souvislosti s užitím cizího kapitálu.

Základní struktura cizího kapitálu je shrnuta v Tabulce 2: Základní struktura pasiv. Oproti vlastnímu kapitálu mají cizí zdroje nespornou výhodu a to, že lze cenu těchto zdrojů financování (nákladový úrok) zahrnout do nákladů. Pro podnik je to úspora a efekt, které lze vyjádřit pomocí následujícího vzorce:

Vzorec 2: Nákladový úrok jako náklad cizího kapitálu

$$\text{úrok} \times (1 - \text{sazba daně z příjmu})$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

První rozsáhlou složkou cizích zdrojů jsou rezervy, které podnik tvoří pro případ nenadálých změn v hospodaření nebo pro očekávaný rozsáhlý jednorázový výdaj v budoucnosti. V souladu s účetními postupy se rezervy člení na:

- **Rezervy zákonné**, které se tvoří podle obecně platných předpisů, zejména podle zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. Jsou to rezervy vytvářené především na opravu hmotného majetku, který je daňově odepisován a na pěstební činnosti prováděné v porostech do čtyřiceti let jejich věku atd.
- **Rezervy účetní**, které se tvoří v souladu se zákonem o účetnictví, jejichž tvorba se nepovažuje za daňový náklad (viz zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů). Mohou to být např. rezerva na daň z příjmu, rezerva na rizika a ztráty, rezerva na důchody a podobné závazky atd.

Rezervy se tvoří buď v absolutních částkách, nebo pomocí procent z určeného základu. Tvorba rezerv je prováděna na vrub nákladů (tj. snižuje výsledek hospodaření) a jejich čerpání je naopak ve prospěch výnosů (tj. zvyšuje se výsledek hospodaření).

Dlouhodobé a krátkodobé závazky se dělí na závazky z obchodního styku, závazky ke společníkům a sdružení, závazky vůči zaměstnancům, vůči státu, závazky ze sociálního zabezpečení, závazky vůči podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem a jiné. Do dlouhodobých závazků řadíme i dluhopisy (obligace). Bankovní úvěry a finanční výpomoci také dělíme z hlediska času na dlouhodobé a krátkodobé. Časové rozlišení zahrnuje výdaje příštích období (nájemné placené pozadu, provize, atd.), výnosy příštích období (nájemné přijaté dopředu, služby hrazené předem, atd.) a kursové rozdíly pasivní.

2.2.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty informuje o dosaženém hospodářském výsledku. Zachycuje vztah mezi výnosy dosaženými za určité období a náklady souvisejícími s jejich vytvořením. Vztah mezi výnosy a náklady lze vyjádřit následovně:

Vzorec 3: Vztah mezi výnosy a náklady

výnosy (tržby) – náklady = zisk

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Výnosy jsou peníze, které podnik získal z veškerých činností za dané účetní období bez ohledu na to, zda došlo k jejich inkasu. Oproti tomu **náklady** představují peněžní částky, které podnik v daném účetním období funkčně vynaložil na získání výnosů. K jejich skutečnému vynaložení nemusí dojít právě v daném účetním období. Z výše uvedeného vyplývá, že náklady a výnosy se neopírají o skutečné peněžní toky (příjmy a výdaje) a tudíž neodráží skutečnou hotovost získanou hospodařením podniku.

V České republice má výkaz zisku a ztráty stupňovitou podobu, tzn., rozlišuje se část provozní, finanční a mimořádná, přičemž všechny součásti tvoří výsledný výsledek hospodaření. Výsledek hospodaření z provozní činnosti je rozdílem provozních výnosů a provozních nákladů. Výnosy z provozní činnosti jsou především tržby z prodeje zboží,

vlastních výrobků a služeb. Na něj navazuje výsledek hospodaření z finanční činnosti, která je tvořena finančními výnosy a náklady. Finanční náklady tvoří především nákladové úroky. Třetí složkou je výsledek hospodaření z mimořádné činnosti, rozdíl mezi mimořádnými výnosy a mimořádnými náklady. Součet výše uvedených dílčích výsledků hospodaření pak vytváří výsledek hospodaření za účetní období. Ten se následně očistí o nákladové položky, které nejsou dle zákona o dani z příjmu daňově uznatelné. Takto upravený výsledek hospodaření je konečným výsledkem hospodaření před zdaněním. V samotné finanční analýze se můžeme setkat s různými podobami zisku. Níže je uveden jejich zestručněný jmenný přehled.

Tabulka 3: *Různé formy zisku*

Český název	Anglický název	Zkratka
Zisk pro držitele kmenových akcií	Earnings Available for Common Stock Holders	EAC
Čistý zisk (dle účetních výkazů ČR – Výsledek hospodaření za účetní období)	Earnings after Taxes	EAT
Zisk před zdaněním	Earnings before Taxes	EBT
Zisk před zdaněním a úroky	Earnings before Interest and Taxes	EBIT
Zisk před zdaněním, úroky a odpisy	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Charges	EBITDA
Čistý provozní zisk po zdanění	Net Operating Profit after Taxes	NOPAT
Ekonomický zisk	Economic Profit	

Zdroj: Vlastní.

Tabulka 4: *Nejpoužívanější kategorie zisku*

ZISK Výsledek hospodaření za účetní období (EAT) + daň z příjmů za mimořádnou činnost + daň z příjmů za běžnou činnost = Zisk před zdaněním (EBT) + nákladové úroky = Zisk před úroky a zdaněním (EBIT) + odpisy = Zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA)
--

Zdroj: Kislingerová, E. a kol. (2007).

2.2.3 Výkaz cash flow

Výkaz cash flow zachycuje vznik a použití peněžních prostředků. Jinými slovy jde o přehled příjmů a výdajů podniku za dané období, přičemž je žádoucí, aby příjmy převyšovaly výdaje. Svou náplní je doplňkem rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Určení zdrojů a užití peněžních prostředků se znázorňuje pomocí toku finančních prostředků, který je důsledkem realizace rozhodovacích a investičních procesů v podniku. Výkaz cash

flow popisuje nejen vývoj finanční situace podniku, ale také identifikuje příčiny změn této situace. Výkaz slouží také jako nástroj pro posouzení likvidity podniku. Základem výkazu je krátkodobý likvidní majetek – peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty (peníze v pokladně, ceniny, peníze na účtu, peníze na cestě).

Sestavit výkaz cash flow lze pomocí dvou metod – přímé a nepřímé. Přímá metoda je založena na vykazování hlavní skupiny peněžních příjmů a výdajů. Základem pro nepřímou metodu jsou změny v rozvaze, nepeněžní transakce a další operace prováděné podnikem. V České republice se více využívá nepřímá metoda výpočtu. Stejně jako ve výkazu zisku a ztráty se i přehled cash flow člení na část provozní, investiční, finanční. Do provozní části patří peněžní toky vycházející ze zisku z běžné činnosti před zdaněním. Zisk je dále upraven o nepeněžní operace (odpisy, oprávky, výplata dividend, atd.). Na peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním navazuje část, která monitoruje změny pracovního kapitálu (změna stavu pohledávek z provozní činnosti, krátkodobých závazků z provozní činnosti, změna stavu zásob). Čistý peněžní tok z provozní činnosti získáme odečtením daně z příjmu a dalších analogických položek. Peněžní toky z investiční činnosti tvoří výdaje spojené s pořízením dlouhodobých aktiv a dále půjčky a úvěry správným osobám. Poslední částí jsou peněžní toky z finanční činnosti. Zvýšení peněžních prostředků je zde spojeno zejména se zvýšením základního kapitálu, se zvýšením krátkodobých a dlouhodobých závazků a s přijatými dividendami a podíly na zisku.

2.3 Základní metody finanční analýzy

2.3.1 Absolutní ukazatele

Pro finanční analýzu se používají dvě základní techniky rozboru, a to tzv. procentní rozbor a poměrová analýza. Základem obou technik jsou absolutní ukazatele, tj. stavové i tokové veličiny, které tvoří obsah účetních výkazů.

2.3.1.1 Vertikální a horizontální analýza

Technika procentního rozboru počítá procentní podíl jednotlivých položek rozvahy na aktivech a položek výkazu zisku a ztráty na tržbách (výnosech). O výkazech, jež jsou sestaveny tímto způsobem, hovoříme jako o výkazech sestavených ve společném rozměru. Analýza na nich založená se nazývá jako vertikální analýza. Procentní poměry jsou srovnávány v čase, s plánem, mezi podniky, odvětvím nebo s normovanými (doporučenými) hodnotami. Srovnávání ukazatelů v čase je označováno jako analýza horizontální.

Vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů představuje stěžejní bod v rámci zpracování celkové finanční analýzy podniku. V rámci horizontální analýzy tedy sledujeme vývoj zkoumané veličiny v čase, zpravidla ve vztahu k minulému účetnímu období. Vertikální analýza zase sleduje strukturu rozvahy, výkazu zisku a ztráty či výkazu o peněžních tocích ve vztahu k určité veličině (například celková bilanční suma).

V případě, že chceme prostřednictvím **horizontální analýzy** kvantifikovat meziroční změny, můžeme využít různé indexy a difference. Jejich aplikací získáme odpovědi na otázky, o kolik procent se oproti minulému roku změnil jednotlivé položky bilance

(v případě indexace) nebo o kolik se změnily jednotlivé položky v absolutních číslech (diference).

Indexy lze formalizovat následujícím způsobem, kde je i bilanční položka, hodnota bilanční položky v čase t je označena jako $B_i(t)$ a $I_{1/t-1}^i$ je index, který odráží vývoj položky v relaci k minulému časovému období:

Vzorec 4: Formulace indexů

$$I_{1/t-1}^i = \frac{B_i(t)}{B_i(t-1)}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Podstata **vertikální analýzy** spočívá v tom, že se na jednotlivé položky finančních výkazů pohlíží v relaci k určité veličině. Když bude hledaný vztah označen jako P_i , pak formalizovaný výpočet bude následující (B_i představuje velikost položky bilance, $\sum B_i$ označuje sumu hodnot položek v rámci určitého celku):

Vzorec 5: Vertikální analýza

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce

Pokud analyzujeme rozvahu, pak je volba sumy položek v podstatě jednoznačná, a sice bilanční suma. Jednotlivé rozvahové položky pak v rámci tohoto poměru odráží, z kolika procent se podílejí na celkové bilanční sumě. Bilanční suma přitom nemusí znamenat pouze součet všech položek rozvahy, ale i různých podpoložek jako oběžná aktiva, cizí zdroje apod. Záleží, co bude chtít konkrétní podnik analyzovat. Zpravidla se však vždy začíná analýzou celkové bilanční sumy a až následně se vybírají podpoložky pro dílčí analýzu.

Vertikální a horizontální analýza patří mezi v praxi nejrozšířenější nástroje finanční analýzy. Autorkou, která v českém prostředí podrobně zpracovává ve svých publikacích princip a způsob výpočtu dvou výše uvedených analýz je Eva Kislingerová. Orientuje se především na zpracování vlastní aplikace těchto metod hodnocení finanční výkonnosti podniku.

Pomocí absolutních ukazatelů lze také vypočítat některé další tzv. **rozdílové ukazatele**. Jedním z nejdůležitějších z této skupiny ukazatelů je ukazatel čistého pracovního kapitálu (Net Working Capital, NWC). Základem jeho výpočtu je účetní výkaz rozvaha. Pro potřeby finanční analýzy je nutné pracovat se dvěma pojmy, a to s pracovním kapitálem brutto (oběžná aktiva celkem) a pracovním kapitálem netto, který se vypočte následovně:

Vzorec 6: Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál = oběžná aktiva – krátkodobé závazky

Čistý pracovní kapitál = (vlastní kapitál + dlouhodobé závazky) – stálá aktiva

Zdroj: Vlastní interpretace vzorců.

Obě z výše uvedených rovnic přináší uživateli stejný výsledek čistého pracovního kapitálu v absolutní hodnotě. Význam čistého pracovního kapitálu je spjat s krátkodobým financováním podniku a zajišťováním plynulosti hospodářské činnosti. Pracovní kapitál reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. Jinými slovy čistý pracovní kapitál měří relativně volnou část kapitálu, která není vázaná na krátkodobé závazky. Každý podnik potřebuje čistý pracovní kapitál, aby mohla být zajištěna nezbytná míra likvidity. Ukazatel pracovního kapitálu úzce souvisí s rozsahem podnikatelské činnosti měřené pomocí tržeb. Funguje-li podnik optimálně a má rozumně nastavený pracovní kapitál, pak platí, že se pracovní kapitál mění v závislosti na tržbách. Proto je také důležité sledovat, které části se růst pracovního kapitálu týká (struktura WC), ve kterých položkách se růst odehrává (kvalita WC).

2.3.1.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou založena na praktických zkušenostech ve vytváření kapitálové struktury. Nejedná se o pravidla v pravém slova smyslu. Jde spíše o doporučení, kterými by se mělo vedení podniku řídit, aby bylo dosaženo dlouhodobé finanční rovnováhy.

2.3.1.3 Zlaté bilanční pravidlo

Význam zlatého bilančního pravidla je ve sladění časového horizontu částí majetku s časovým horizontem zdrojů, ze kterých je financován. Platí tedy, že dlouhodobý majetek je financován zejména z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů a krátkodobý majetek z odpovídajících krátkodobých zdrojů.

2.3.1.4 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo požaduje, aby poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům byl 1:1, nebo aby vlastní zdroje byly vyšší. Tím se ovšem snižuje nejen věřitelské riziko, ale také i působení finanční páky. Poměr vlastní kapitál : cizí zdroje se využívá také pro vyjádření stupně zadluženosti podniku.

2.3.1.5 Zlaté pari pravidlo

Obsahem je vztah dlouhodobého majetku a vlastních zdrojů, kde by měl být dlouhodobý majetek kryt pouze vlastním kapitálem.

2.3.1.6 Zlaté poměrové pravidlo

V zájmu udržení finanční rovnováhy podniku by nemělo tempo růstu investic přesáhnout tempo tržeb, a to ani v krátkodobém časovém horizontu.

2.3.2 Poměrové ukazatele

Předchozí kapitola byla zaměřena na absolutní ukazatele. Aby bylo možné analyzovat vzájemné vazby mezi ukazateli, je nutné dávat jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Tak vznikají **poměrové ukazatele**. Z poměrových ukazatelů jsou vytvářeny soustavy, které mají uspořádání buď pyramidové, nebo paralelní.

2.3.2.1 Paralelní uspořádání

V případě paralelního uspořádání mají ukazatele stejný význam, jsou brány rovnocenně a jsou z nich vytvářeny bloky ukazatelů měřících určitý aspekt finanční situace podniku. Pyramidové soustavy jsou určeny pro rozklad jednoho ukazatele. Smyslem pyramidy je vyložit změny chování vrcholového ukazatele a určit sílu působení jednotlivých činitelů na vrchol.

Nejčastěji se můžeme setkat s následujícími základními skupinami ukazatelů:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele kapitálového trhu.

2.3.2.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability, někdy též označovány jako ukazatele výnosnosti, návratnosti atd., vyjadřují poměr konečného hospodářského výsledku dosaženého podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům, kapitálu nebo tržbám. Všechny ukazatele rentability se dají vykládat obdobně, protože udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Skupina ukazatelů rentability by měla obsahovat následující čtyři základní ukazatele:

Rentabilita investovaného kapitálu (*ROCE – Return of Capital Employed*) vyjadřuje, kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním dosáhl podnik z jedné koruny investované věřiteli a akcionáři.

Vzorec 7: Rentabilita investovaného kapitálu

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastní kapitál + Rezervy + Dlouhodobé závazky + Bankovní úvěry dlouhodobé}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Rentability aktiv (*ROA – Return on Assets*) je považována za klíčové měřítko rentability. Poměruje různé formy zisku s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na to, jestli byla financována z vlastního kapitálu nebo cizích zdrojů. Lze se setkat s následujícími strukturami:

Vzorec 8: Rentabilita aktiv

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

$$ROA = \frac{EBIT (1 - t)}{Aktiva}$$

$$ROA = \frac{EAT}{Aktiva}$$

$$ROA = \frac{EAT + úroky (1 - t)}{Aktiva}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorců.

Za souhrnný ukazatel lze považovat první tvar, kde je v čitateli použit EBIT (zisk před zdaněním a nákladovými úroky).

Rentabilita vlastního kapitálu (*ROE – Return on Equity*) vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu kapitálu investovaného akcionářem.

Vzorec 9: Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

V případě tohoto tvaru je nutné vymezit vlastní kapitál, který v sobě zahrnuje nejen základní kapitál, ale i emisní ážio, zákonné a další fondy vytvářené ze zisku a i zisk z běžného období.

Rentabilita tržeb (*ROS – Return on Sales*) je velmi důležitá z hlediska efektivnosti podniku. V praxi se využívají minimálně dvě obměny konstrukce, které se liší v čitateli, kde lze použít buď čistý zisk, a nebo EBIT. Ve jmenovateli je možné použít tržby anebo výnosy.

Vzorec 10: Rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{EAT}{\text{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{Tržby z prodeje zboží}}$$

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby\ z\ prodeje\ vlastních\ výrobků\ a\ služeb + Tržby\ z\ prodeje\ zboží}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorců.

2.3.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují podnik, jak nakládá a využívá jednotlivé části majetku. Lze pracovat se dvěma formami tohoto ukazatele, a sice s dobou obratu nebo s ukazateli počtu obrátů. Počet obrátů znamená počet obrátů za rok a doba obratu vyjadřuje počet dní. Ukazatele aktivity pracují s jednotlivými částmi majetku, které jsou následně poměřovány k tržbám, k výnosům nebo k jiným dalším položkám. Evropská unie se v rámci sjednocování postupů v současnosti kloní spíše k využívání ukazatelů obratu.

Obrat aktiv je měřítkem celkového využití aktiv, v jiném slova smyslu informuje, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok.

Vzorec 11: Obrat aktiv

$$Obrat\ aktiv = \frac{Tržby}{Aktiva\ celkem}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Ukazatel obratu aktiv by měl dosahovat co nejvyšších hodnot. Minimálně by měl být roven hodnotě 1. Někdy se ukazatel používá v obráceném tvaru, který vypovídá o vázanosti aktiv. Zájemem podniku je, aby relativní vázanost klesla, tudíž by měla být výsledná hodnota co nejnižší.

Obrat dlouhodobého majetku měří efektivitu využívání jednotlivých částí dlouhodobého majetku. Informuje, kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok. Jestliže se tento ukazatel použije v rámci mezipodnikového srovnání, musí se vzít v úvahu i míra odepsanosti aktiv a metody odpisování. Vysoká odepsanost zlepšuje hodnotu ukazatele. Ocenění jednotlivých částí majetku také ovlivňuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele.

Vzorec 12: Obrat dlouhodobého majetku

$$Obrat\ dlouhodobého\ majetku = \frac{Tržby}{Dlouhodobý\ majetek}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Obrat zásob přináší přehled, kolikrát je každá položka zásob v průběhu běžného období prodána a znovu naskladněna. Pokud je hodnota ukazatele vyšší než průměry, nemá firma zbytečné nelikvidní zásoby, které by vyžadovaly nadbytečné financování. V opačném případě disponuje podnik přebytečnými zásobami, které jsou neproduktivní a vážou

na sebe prostředky, které musí být profinancovány. Tím se zároveň zvyšuje vázanost kapitálu, který nepřináší podniku žádný výnos.

Vzorec 13: Obrat zásob

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Doba obratu zásob je ukazatel vyjadřující průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby či do doby jejich prodeje. Je-li zásobou myšlen hotový výrobek nebo zboží, je doba obratu zásob i indikátorem likvidity. Vyjadřuje počet dnů, za něž se zásoba přemění na hotovost či pohledávku.

Vzorec 14: Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/360}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

Doba splatnosti pohledávek udává počet dnů, které uplynou mezi vystavením faktury za prodej zboží či hotových výrobků a okamžikem připsání peněžních prostředků na účet. Čím je doba delší, tím déle poskytuje podnik svým obchodním partnerům bezplatný obchodní úvěr.

Vzorec 15: Doba splatnosti pohledávek

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.

2.3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizuje základní proporce vlastního a cizího kapitálu a také zadluženost vlastního kapitálu. První ukazatel zadluženosti se vyjádří následovně:

Vzorec 16: Zadluženost I. (debt equity)

$$\text{Zadluženost I.} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní zdroje}}$$

Zdroj: Vlastní interpretace vzorce.