

UNIVERZITA PARDUBICE
Fakulta ekonomicko-správní
Katedra podnikové ekonomiky a financí

Využití finanční páky při řízení českého podniku

Diplomová práce

Autor práce: Bc. Světlá Trtíková

Vedoucí práce: Ing. Ivana Kraftová, CSc.

UNIVERZITY OF PARDUBICE
Faculty of economy and administration
Department of Enterprise Economic and Finance

Using of financial leverage for management of Czech company

Diploma work

Author: Bc. Světlá Trtíková

Head of the work: Ing. Ivana Kraftová, CSc.

Prohlašuji, že předloženou práci jsem zpracovala samostatně s využitím podkladů a materiálů uvedených v seznamu literatury. Beru na vědomí, že tato diplomová práce je majetkem Univerzity Pardubice, bez jejího souhlasu nesmí být nic z obsahu práce publikováno.

V Pardubicích dne 15. 5. 2000

Bc. Světlá Trtíková

Děkuji Ing. Ivaně Kraftové, CSc., za rady a připomínky, které mi poskytla v průběhu zpracování diplomové práce.

Souhrn

V první kapitole této práce je objasněna problematika financování českého podniku a obtížnosti související se stanovením optimální finanční struktury podniku s cílem minimalizace nákladů na jeho pořízení. Krátce jsou zde kapitole popsány jednotlivé prvky vlastního a cizího kapitálu.

Druhá část popisuje působení finanční páky na ukazatel rentability vlastního kapitálu a faktory, které ovlivňují výši finanční páky. Dále je finanční páka popsána jako umocňovatel vlivu změny provozního zisku na změnu zisku na kmenovou akcii.

Prakticky byly tyto poznatky o působení finanční páky na ukazatel rentability vlastního kapitálu aplikovány ve sklárnách Josefodol, CAESAR CRYSTAL BOHEMIAE, a. s.

Summary

The first part of the work explains the problem of financing of Czech companies and difficulties with determining the optimal financial structure of the companies, with the aim of minimizing acquisition costs. There are shortly described individual competents of equity and debt capital.

The second part describes the effect of financial leverage profitability indicators of equity capital and describes factors, which influence the size of financial leverage. Factor on the financial leverage is described as an exponentiator of influence change of profit operating in dependence on change of earnings per share.

Know – how about the effect of financial leverage on profitability indicator of equity capital was practically applied at glass-works CAESAR CRYSTAL BOHEMIAE, a.s., Josefov.

Obsah:

Úvod.....	9
1. Financování podniku a finanční struktura podniku	10
1. 1 Vlastní kapitál.....	11
1. 1. 1 Základní jmění.....	12
1. 1. 2 Zisk.....	16
1. 1. 3 Dotace.....	18
1. 2 Cizí kapitál	19
1. 2. 1 Krátkodobý cizí kapitál	20
1. 2. 2 Dlouhodobý cizí kapitál	21
1. 2. 3 Rezervy.....	23
1. 3 Interní zdroje financování	23
1. 3. 1 Odpisy investičního majetku.....	24
1. 4 Externí zdroje financování	24
1. 5 Podnikatelské riziko	25
1. 5. 1 Klasifikace podnikatelského rizika	26
1. 5. 2 Vliv podnikatelského rizika na financování firmy.....	27
1. 6 Náklady kapitálu podniku	28
1. 7 Optimalizace kapitálové struktury	33
2. Finanční páka.....	37
2. 1 Vliv finanční páky na ROE.....	38
2. 2 Finanční páka a diagram rozložení zisku.....	45
2. 3 Celková páka (kombinace operační a finanční páky)	48
2. 4 Ekonomická přidaná hodnota (EVA).....	50
3. Specifika financování českých podniků po roce 1990.....	51

4. Možnosti a omezení finanční páky ve sklárnách Josefodol, Caesar Crystal Bohemiae, a. s.....	54
4. 1 Charakteristika skláren Josefodol, Caesar Crystal Bohemiae, a. s.	54
4. 2 Struktura vlastního a cizího kapitálu skláren Josefodol.....	55
4. 2. 1 Analýza zisku ve sklárnách Josefodol.....	58
4. 3 Nákladovost kapitálu sklárny Josefodol	60
4. 4 Optimalizace finanční struktury podle ukazatelů zadluženosti ve sklárně Josefodol	64
4. 5 Vliv finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu ve sklárnách Josefodol.....	69
4. 6 Rozklad finanční páky.....	76
4. 7 Vliv finanční páky na zisk před zdaněním a úroky ve sklárnách Josefodol.....	84
4. 8 Působení kombinované páky ve sklárnách Josefodol.....	86
4. 9 Ekonomická přidaná hodnota skláren Josefodol.....	88
4. 10 Vyhodnocení získaných informací o hospodaření skláren Josefodol.....	89
Závěr.....	91
Seznam použité literatury	94
Přílohy	

Úvod

Diplomová práce je věnována problematice financování podnikatelského subjektu a vlivu zadluženosti na finanční stabilitu podniku. Touto problematikou se nemalou měrou zabývá finanční analýza, která vyhodnocuje údaje účetních výkazů a pomáhá tak odhalit slabé a silné stránky finančního hospodaření podniku. Je pohledem do minulosti, ale současně i základnou, z níž se odvíjí podnikatelský záměr pro příští období.

První část této práce se zabývá finanční strukturou podniku, která představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován majetek. Podnikatelský subjekt se snaží o optimální rozložení vlastního a cizího kapitálu, při kterém jsou všechny náklady na jeho pořízení minimální a které jsou zároveň v souladu s předpokládaným vývojem tržeb a zisku. Při této optimální kapitálové struktuře celková hodnota podniku dosahuje svého maxima.

Druhá část ozřejmuje působení finanční páky (finacial leverage) na výnosnost podniku neboli na rentabilitu vlastního kapitálu, neboť finanční páka je označení jednoho z možných způsobů vyjádření míry zadluženosti podniku a jde v podstatě o prozíravou substituci vlastního kapitálu dluhovým financováním s fixními náklady, ve formě úroků z úročeného cizího kapitálu, s nadějí na zvýšení návratnosti vlastního kapitálu.

Hlavním cílem této práce je ukázat míru působení finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu, jak v rovině teoretické, tak v rovině praktické ve sklárnách Josefodol, CAESAR CRYSTAL BOHEMIAE, a. s.

Dílčím cílem je vysvětlit základní faktory, které ovlivňují finanční páku v souvislosti se změnami, ke kterým dochází v průběhu hospodaření podnikatelského subjektu a objasnit problematiku ekonomické přidané hodnoty českého podniku.

1. Financování podniku a finanční struktura podniku

Pojem financování se chápe jako obstarání finančních prostředků neboli, v pojetí finančního řízení, kapitálu. Získaný kapitál se zachycuje na straně pasiv rozvahy. Pojem financování ovšem není ve všech případech totožný s obstaráním peněžních prostředků. Když chce například akciová společnost zvýšit kapitál vydáním nových akcií a některý z akcionářů místo koupě akcií poskytne např. nový stroj, jde v tomto případě také o financování podniku. Financování je tedy obstarání kapitálu v libovolné formě, věcné, peněžní nebo jiné (cenné papíry).

Financování běžné - spočívá v zajišťování a vynakládání peněz na běžný provoz podniku, tedy na nákup materiálu, paliva, energie, na výplatu mezd a platů, placení nájemného, přepravného, ale i daní a úhrada jiných výdajů, resp. splácení krátkodobých závazků. Toto financování se převážně týká oběžných aktiv podniku.

Financování mimořádné - spočívá v obstarávání disponibilních finančních prostředků při zakládání podniku (zajištění peněz na pořízení pozemku, budov, strojů, zásob surovin a materiálů a částek na mzdy a platy do doby než začne příliv peněz z titulu tržeb), při rozšiřování podniku a jeho aktivit (alokace volných fondů do věcných a finančních investic, tedy na nákup dalšího výrobního zařízení a jiných věcných aktiv, nákup akcií cizích podniků, státních nebo podnikových obligací, finančních účastí), při spojování nebo sanaci podniku a při likvidaci podniku (vyrovnání dluhů).

Finanční prostředky podniku, které slouží k financování majetku podniku, jsou uspořádány do finanční struktury podniku. Stav finanční struktury k určitému okamžiku je možné zjistit ze strany pasiv rozvahy k tomuto okamžiku (statický pohled). Dynamiku finanční struktury vyjadřuje podíl vlastního a cizího kapitálu na finančním krytí přírůstku podnikového majetku za určité období (za rok).

Podnikovým kapitálem (majetkem) se ve financích a účetnictví chápe souhrn všech peněz vložených do celkového majetku vlastníky (vlastní kapitál) a věřiteli (závazky, cizí kapitál). Podnikový kapitál je členěn nejen z hlediska vlastnických vztahů, ale i z hlediska

lhůty splatnosti (krátkodobý, dlouhodobý kapitál) a z hlediska místa vzniku (externí a interní kapitál).

Rozhodující část podnikového kapitálu je zpravidla vázána v investičním majetku (hmotný investiční majetek, nehmotný investiční majetek, finanční investice), v zásobách a pohledávkách. Menší část podnikového majetku vystupuje jako peněžní prostředky.

Hlavní funkcí podnikového kapitálu je zajišťovat obnovu a přírůstek majetku podniku s co nejnižšími průměrnými náklady na pořízení kapitálu. Tím se vytváří optimální kapitálová (finanční) struktura podniku.

Tab. č. 1: Přehled dělení podnikového kapitálu

Podnikový kapitál dělíme z hlediska:	
Vlastnických vztahů	vlastní
	cizí
Lhůty splatnosti	krátkodobý
	dlouhodobý
Místa vzniku	externí
	interní

Poznámka: krátkodobý kapitál má zpravidla lhůtu splatnosti do 1 roku, dlouhodobý kapitál má zpravidla lhůtu splatnosti nad 1rok.

1. 1 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál se konstruuje v podstatě ze třech stavebních prvků, z nichž první dva jsou co do své povahy nejvýznamnější:

1. základní kapitál (základní jmění),
2. zisk (popř. ztráta),
3. přijaté dary a dotace.

Základní jmění a přijaté dary a dotace patří do kapitálových fondů podniku a zisk patří do fondů ze zisku.

V rozvaze je struktura vlastního kapitálu mnohem členitější, a to zejména proto, že rozdělováný zisk má schopnost převtělovat se do jiných forem vlastního jmění, které předurčují účel jeho použití.

Struktura vlastního kapitálu v rozvahovém výkaze aplikovaném v České republice:¹

A. Vlastní jmění

A.I. Základní jmění

A.I. 1. Základní jmění

2. Vlastní akcie

A.II. Kapitálové fondy

A.II. 1. Emisní ažio

2. Ostatní kapitálové fondy

3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku

4. Oceňovací rozdíly z kapitálových účastí

A.III. Fondy ze zisku

A.III. 1. Zákonný rezervní fond

2. Nedělitelný fond

3. Statutární a ostatní fondy

A.IV. Hospodářský výsledek minulých let

A.IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let

2. Neuhrazená ztráta minulých let

A.V. Hospodářský výsledek běžného účetního období

1. 1. 1 Základní jmění

Tento vlastní kapitál podnik získává při svém vzniku, a to vkladem majitele (majitelů). Pokud v průběhu činnosti vznikne další potřeba kapitálu (např. potřeba financovat žádoucí rozvoj) a podnik nemá dostatečné finanční zdroje, může dojít ke zvýšení vkladu majitelů.

¹ Opatření Federálního ministerstva financí č. j. V/20, 100/1992 ze dne 15. července 1992

Forma vkladu majitele závisí na právní formě podniku. V případě individuálního podnikání rozsah vlastního kapitálu, ale také možnost jeho zvyšování nebo snižování, jsou výlučně závislé na finančních možnostech majitele – individuálního podnikatele (podniká jako fyzická osoba). Pokud individuální podnikatel nemá potřebný vlastní kapitál na základní vybavení, nebo na zvýšení kapitálové základny, může potřebný kapitál přijmout např. od tzv. tichého společníka.² K takovému zapojení kapitálu dochází na základě vzájemné písemné dohody, jejím předmětem je především částka skrytého kapitálu, podíl na zisku a podíl na financování ztráty.

Pro střední a velké podniky je charakteristické podnikání ve formě obchodních společností (jedná se o právnické osoby), které podle obchodního zákoníku č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších novel, dělíme na: veřejnou obchodní společnost, komanditní společnost, společnost s ručením omezeným a akciovou společnost.

- **Veřejná obchodní společnost** je forma podnikání, v níž alespoň dvě osoby podnikají pod společným jménem. V důsledku rozsáhlého ručení³ nemusí společnost vytvářet při svém vzniku základní jmění, ale společníci se na jeho existenci mohou dohodnout. V takovémto případě základní jmění může být tvořeno z peněžitých i nepeněžitých vkladů společníků.
- **Komanditní společnost** je tvořena dvěma typy společníků s odlišným právním postavením. Komanditisté vkládají do společnosti majetek (peněžní i nepeněžní), jímž se vytváří základní jmění. Za závazky ručí jen do výše svého nesplaceného vkladu. Druhým typem společníků jsou komplementáři, kteří – obdobně jako společníci veřejné obchodní společnosti – ručí za závazky společnosti celým svým majetkem a jsou oprávněni k obchodnímu vedení společnosti. V ostatních záležitostech rozhodují komplementáři společně s komanditisty většinou hlasů, pokud společenská smlouva nestanoví jinak.⁴

² Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 673

³ Společnost za své závazky ručí nejen celým svým majetkem, ale za závazky ručí i společníci, kteří navíc ručí neomezeně (veškerým svým majetkem) a solidárně (společně, nerozdílně), (obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 86)

⁴ Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 97

- **Společnost s ručením omezeným** tvoří základní jmění (v minimální výši 100 000 Kč) předem stanovenými vklady společníků (společnost tvoří 1 – 50 společníků). Kapitál se shromažďuje na základě smlouvy, kde je vyjádřena forma a výše vneseného vkladu. Společnost ručí za porušení svých závazků celým svým majetkem, zatímco společníci ručí jen do výše svého nesplaceného vkladu.
- **Akciová společnost** získává základní jmění (v minimální výši 1 000 000 Kč) veřejným vyhlášením záměru vydat cenné papíry (akcie)⁵ určitého množství a nominální ceny (základní jmění je tedy rozvrženo na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě). Akciová společnost může vzniknout i bez výzvy a to v případě, že zakladatelé mají příslušný obnos finančních prostředků (minimálně 1 000 000 Kč). Majitel akcie se podílí na řízení akciové společnosti nepřímo hlasováním na valné hromadě o rozhodujících strategických otázkách podnikání, má právo na určitou část zisku ve formě dividendy, na majetkový zůstatek při likvidaci akciové společnosti a na nákup akcií při jejich další emisi. Majitel akcie nemůže požadovat vrácení vkladu, nemůže se přímo vměšovat do řízení společnosti a jednat jménem společnosti. Za hospodaření společnosti ručí jen do výše svého vkladu.

Existují různé druhy akcií (např. podle převoditelnosti akcie na jméno či na majitele). Z hlediska financování je významné členění akcií podle rozsahu práv akcionářů na kmenové a prioritní akcie.

Kmenové akcie (obyčejné akcie) jsou charakteristické tím, že majitel pobírá plnou dividendu a má právo zúčastnit se hlasování na valné hromadě. Z hlediska financování mají kmenové akcie přednost v tom, že nemají pevné datum splatnosti (na rozdíl od dluhů), nevyžadují stálé platby majitelům ve formě úroku a jsou obvykle snáze prodejné než prioritní akcie a obligace, protože dividendy z nich s ohledem na vyšší riziko by měly být zpravidla větší než dividendy z prioritních akcií a úrok z obligací.

Nevýhodou těchto akcií je to, že rozšiřují hlasovací právo a tím i kontrolu o další akcionáře. Jejich emitování je spojeno s vyššími náklady než u prioritních akcií a obligací

⁵ Akcie je cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se na jejím řízení nepřímo prostřednictvím hlasování na valné hromadě, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti. (obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 155)

(akcie jsou riskantnější než obligace, proto se musí více diverzifikovat vlastníci, což zvyšuje jejich počet i náklady na emisi). Mimo to dividendy nejsou odpočitatelnou položkou při zdanění příjmů, jako je tomu u úroku z úvěru či obligací. Rozhodující část akciového kapitálu je většinou upisována ve formě kmenových akcií.

Prioritní akcie (přednostní akcie) jsou charakteristické zpravidla stálou výší dividend bez ohledu na zisk, ale naproti tomu jejich majitelé obvykle nemají hlasovací právo, tím se blíží obligacím. Prioritní akcie mají přednostní nárok na výplatu dividend před kmenovými akciemi. Při likvidaci akciové společnosti se po úhradě všech dluhů nejdříve uspokojí nároky prioritních akcionářů a teprve potom nároky kmenových akcionářů. Prioritní akcie se vydávají zpravidla tehdy, když se zájem o rozšíření kmenových akcií zmenšuje a podnik potřebuje zvýšit vlastní kapitál. Vydání prioritních akcií umožňuje rozšířit vlastní kapitál a současně zachovat majitelům kmenových akcií jejich vliv na rozhodování ve společnosti. Obchodní zákoník⁶ stanoví, jaký podíl mohou mít prioritní akcie na celkovém kapitálu. Předností prioritních akcií z pohledu financování podniku je zejména skutečnost, že umožňují zvýšení kapitálu, aniž by se omezoval vliv majitelů kmenových akcií na rozhodování, kladou zpravidla nižší nároky na výši dividend, než akcie kmenové a ve srovnání s obligacemi nejsou splatné a nevyžadují pevně stanovené úrokové platby. Mezi nevýhody prioritních akcií patří zejména to, že jsou obvykle dražší než obligace, dividendy z prioritních akcií nejsou odpočitatelnou položkou pro zdanění zisku ve srovnání s úroky z obligací a jiných dluhů.

Z hlediska financování je důležitý rozdíl, který vzniká mezi nominální a tržní cenou⁷ akcie. Tento rozdíl se nazývá emisní ažio. Je přirozeně součástí vlastního kapitálu akciové společnosti, samostatně zachycovanou v rozvaze.

Zvýšení akciového kapitálu se může uskutečnit různými způsoby:

- emisí nových akcií,
- zvýšením jmenovité hodnoty stávajících akcií,

⁶ Obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 159

⁷ Nominální cena akcie je cena, která je na akcii vyznačena. Tržní cena akcie je cena, za kterou se akcie prodává a kupuje na finančním trhu.

- výměnou dříve vydaných listin, – certifikátů (vyměnitelné dluhopisy) – kterými společnost získala peněžní prostředky od věřitelů, za akcie.

Zvýšení akciového kapitálu může být způsobeno dosahováním vyšších zisků a jeho následné rozdělení jak do jednotlivých fondů společnosti, tak na zvýšení základního jmění. Nebo zvýšení může nastat z důvodu požadavku dalšího externího kapitálu pro financování rozvoje.

Snížení akciového kapitálu může mít různý charakter:

- snížením počtu akcií jejich vzetím z oběhu (tzv. svolání akcií),
- snížením nominální ceny akcie výměnou za nové akcie, nebo okolkováním,
- skládáním akcií (výměnou určeného počtu akcií za jednu z její původní nominální ceny).

Snížení akciového kapitálu je pak obvykle důsledkem ztrát, které nejsou hrazeny z rezervního fondu a dopadají na akcionáře.

1. 1. 2 Zisk

Zisk je nejdynamičtějším vlastním finančním zdrojem podniku a jedním z nejdůležitějších ukazatelů úspěšnosti podnikání, jeho efektivnosti. Spojuje v sobě jak míru účelnosti vyráběné produkce, tak stupeň hospodárnosti vynakládaných prostředků pro využití vloženého kapitálu.

Rozeznáváme různé kategorie zisku:⁸

- *zisk po zdanění* neboli disponibilní, čistý zisk (earnings after taxes – EAT): výnosy – náklady. Tento zisk se používá na úhradu dividend a na samofinancování rozvoje podniku.
- *zisk před zdaněním* (earnings before taxes – EBT): výnosy – náklady + daň z příjmů,
- *zisk před zdaněním a úroky* (earnings before interest and taxes – EBIT): výnosy – náklady + daň z příjmů + úroky,
- *zisk před zdaněním, úroky a odpisy* (earnings before depreciation, interest and taxes – EBDIT): výnosy – náklady + daň z příjmů + úroky + odpisy.

⁸ Valach, J. a kolektiv Základy finančního řízení podniku. Praha: Nad zlato, 1991, str. 29

Výši zisku použitelného k financování podnikových potřeb ovlivňuje (mimo faktory ovlivňující výši samotného zisku) daňová politika státu a dividendová politika podniku.

Daňová politika v oblasti přímého zdanění příjmů vzhledem k různým záměrům hospodářské politiky státu může ovlivňovat podnikatelské aktivity příslušných subjektů jednak daňovými sazbami, tak daňovým základem daně z příjmů. Základem daně bývá vykazovaný bilanční zisk (rozdíl mezi výnosy a náklady za určité účetní období), upravený o různé připočitatelné a odpočitatelné položky.⁹

V rámci dividendové politiky, kterou si stanovuje každý podnik v souladu se svojí rozvojovou strategií, jde o rozdělení zisku po úhradě daně z příjmů a dalších přednostních úhrad ze zisku (obligace, prioritní akcie) mezi majitele (spolumajitele) a na samofinancování podniku.

Obecně se výše podílu majitelů na zisku odvozuje od výše běžné úrokové míry. Vlastníci podniku vkládají svůj kapitál do podniku za účelem jeho zhodnocení. Vzhledem k riziku, které majitel kapitálu při podnikání podstupuje, očekává vyšší zhodnocení kapitálu, než je běžná úroková míra v bankách.

Ve veřejné obchodní společnosti, komanditní společnosti a společnosti s ručením omezeným závisí rozdělování zisku na písemné dohodě společníků při vzniku společnosti. V akciové společnosti je rozdělení zisku na samofinancování a na výplatu dividend¹⁰ závislé na rozhodnutí valné hromady, kde může být snaha akcionářů orientována buď na zvyšování dividend, nebo na zvyšování podílu zisku na financování podnikových potřeb.

Před uspokojováním závazků vůči společníkům (u akcionářů formou dividend, u ostatních společníků formou podílů na zisku) podniky rozdělují disponibilní zisk podle obchodního zákoníku do různých fondů:

⁹ Zákon č. 586/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů

¹⁰ Dividenda představuje část čistého zisku po zdanění, která připadá na akcii v závislosti na výplatním poměru. Kvantitativně se vyjadřuje buď absolutně, nebo v procentech z nominální ceny akcie. (obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů, § 178)

- **Zákonný rezervní fond**, tj. fond, který povinně zřizují kapitálové společnosti. Lze ho použít jen ke krytí ztrát společnosti nebo k opatřením, jimiž se má překonat nepříznivý průběh hospodaření.
- **Statutární fondy**, tj. fondy, které podnik tvoří ze zisku podle vlastních vnitřních pravidel hospodaření. Účel, k němuž jsou zřizovány, způsob tvorby a zásady čerpání závisí na formulaci stanov a společenské smlouvy dané společností. Patří sem i rezervní fond těch společností, které ho vytvářejí dobrovolně.
- **Ostatní fondy**, tj. další dobrovolně tvořené fondy, které nejsou zakotveny ve statutu společnosti.

Zisk, který není rozdělen, nabývá podoby **nerozděleného zisku minulých let** a zůstává součástí vlastního kapitálu firmy.

1. 1. 3 Dotace

Dotace jsou nenávratné zdroje financování. Je to ekonomický nástroj, jehož prostřednictvím stát nebo jiný subjekt podporuje prosazování svých záměrů. Dotace jsou určeny k podpoře vybraných společensky prospěšných programů. Dotace můžeme členit na přímé a nepřímé.

Přímé dotace znamenají přísun peněžních prostředků do podniku, tedy zvýšení příjmů podniku. Může jít o:

- cenové příplatky, které zvyšují tržby podniku (zejména u zemědělských výrobků formou intervenčních cen),
- exportní prémie, vyrovnávající vývozcům rozdíl mezi cenou na světových trzích a na domácích trzích,
- jiné přímé formy dotování, přesně účelové stanovené.

Nepřímé dotace znamenají snížení podnikových výdajů. Hlavní formy jsou:

- daňové úlevy, tj. snížení nebo úplné odpuštění placení zpravidla daně z příjmů,
- bezúročné půjčky a půjčky se sníženou úrokovou sazbou,
- poskytování výhodných státních objednávek.

1. 2 Cizí kapitál

Cizí kapitál v sobě zahrnuje závazky (dluhy) podniku a rezervy. Závazky podniku představují takové závazky, které se většinou vztahují k již uskutečněným hospodářským aktivitám, za něž podnik svým věřitelům dosud nezaplatil a které budou hrazeny v závislosti na lhůtách splatnosti.¹¹ Podle toho členíme cizí kapitál na:

- krátkodobý cizí kapitál,
- dlouhodobý cizí kapitál.

Struktura cizího kapitálu v rozvahovém výkaze aplikovaném v České republice:¹²

B. Cizí zdroje

B.I. Rezervy

B.I. 1. Rezervy zákonné

2. Rezerva na kurzové ztráty
3. Ostatní rezervy

B.II. Dlouhodobé závazky

B.II. 1. Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem

2. Závazky k podnikům s podstatným vlivem
3. Dlouhodobé přijaté zálohy
4. Emitované dluhopisy
5. Dlouhodobé směnky k úhradě
6. Jiné dlouhodobé závazky

B.III. Krátkodobé závazky

B.III. 1. Závazky z obchodního styku

2. Závazky ke společníkům a sdružení
3. Závazky k zaměstnancům
4. Závazky ze sociálního zabezpečení
5. Stát – daňový závazek
6. Odložený daňový závazek

¹¹ Kovanicová, D. Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl I. - Jak porozumět účetním výkazům. Praha: Polygon, 1995, str. 44

¹² Opatření Federálního ministerstva financí č. j. V/20, 100/1992 ze dne 15. července 1992

7. Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem
8. Závazky k podnikům s podstatným vlivem
9. Jiné závazky

B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci

B.IV. 1. Bankovní úvěry dlouhodobé

2. Běžné bankovní úvěry
3. Krátkodobé finanční výpomoci

1. 2. 1 Krátkodobý cizí kapitál

Krátkodobý cizí kapitál (krátkodobý úvěr, krátkodobý dluh) je zpravidla splatný do 1 roku. Jeho úkolem je financovat (spolu s dalšími zdroji) běžný provoz podniku (oběžný majetek).

Krátkodobé úvěry mají řadu forem. K hlavním formám patří:

- **Obchodní úvěr**, který spočívá v tom, že odběratel zaplatí dodavateli za zboží nebo služby až po uplynutí předem přesně dohodnuté lhůty. Obchodní úvěr má různé formy: směnka, šek, akreditiv, faktura. S obchodním úvěrem je spojeno riziko platební neschopnosti odběratele nebo riziko změny kursu v případě poskytnutí úvěru v zahraniční měně.
- **Bankovní úvěry**, které dále dělíme na:
 - *kontokorentní úvěr* na běžném účtu podniku do sjednané výše (úvěrový rámec), podle úvěrové bonity dlužníka banka požaduje/nepožaduje záruky úvěru,
 - *krátkodobá účelová půjčka* banky, o kterou musí podnik banku požádat – banka podle míry rizika určuje způsob ručení a úrokovou míru,
 - *revolvingový úvěr* je krátkodobý účelový úvěr neustále se obnovující tak, že banka po dohodnutou dobu vyčerpaný úvěr na žádost podniku do sjednané výše doplňuje, banka prověřuje v pravidelných intervalech stav předmětu úvěru a na základě zjištěného stavu upravuje výši poskytovaného úvěru,
 - *lombardní úvěr* poskytuje banka proti záruce ve formě obchodovatelného movitého majetku (lombardu), zárukou mohou být cenné papíry, směnky, zásoby atd.
 - *eskontní úvěr* se poskytuje odkoupením směnky, znějící na řad klienta, před termínem splatnosti, se srážkou úroku za dobu od prodeje směnky bance do doby její splatnosti,

pokud směnečný dlužník v termínu bance směnku neuhradí, je ručitelem ten, kdo směnku bance prodal,

- *převzetí úvěrové záruky* znamená, že banka se zaručí za závazky podniku, tím zvyšuje jeho míru úvěrovatelnosti a umožňuje mu získat peněžní prostředky od jiného subjektu.
- **Zálohy od zákazníků** se používají hlavně v oborech podnikání, kde výroba finálního výrobku trvá dlouho dobu, nebo když se vyrábějí výrobky obtížně prodejné jinému odběrateli. Výše a termín zálohy závisí na dohodě dodavatele s odběratelem.
- **Ostatní nebankovní úvěry** vznikají podnikům z nejrůznějších důvodů jako jsou:
 - závazky vůči zaměstnancům z mezd v důsledku posunu výplat mezd,
 - závazky vůči rozpočtům v důsledku posunu placení daní,
 - krátkodobé výpůjčky do jiných subjektů.

1. 2. 2 Dlouhodobý cizí kapitál

Dlouhodobý cizí kapitál (dlouhodobý a střednědobý úvěr) je splatný v zásadě nad 1 rok. Je určen k financování těch složek aktiv, které mají delší životnost (rozšíření podniku, pořízení strojního vybavení apod.). Mezi dlouhodobé a střednědobé úvěry patří:

- **Obligace emitované podnikem**, je to cenný papír, který vyjadřuje závazek dlužníka (emitenta) vůči majiteli (věřiteli). Jde o dlouhodobý úvěrový cenný papír se splatností za určitou dobu, s předem stanoveným úrokem a nemožností věřitele podílet se na rozhodování podniku.

Výhody obligací z hlediska podniku:

- úrok (cena získaného kapitálu) je pevně stanoven,
- placený úrok z obligací je obvykle nižší než dividenda z kmenových akcií a z prioritních akcií,
- úrok z obligací je daňově uznatelný výdaj pro účely daně z příjmů,
- pružnost v tvorbě finanční struktury při předčasném splacení obligace.¹³

Nevýhody obligací pro financování podniku:

- nutnost pevné splátky, zejména v případech kolísání zisku,
- vysoké riziko změn podmínek, za kterých byly obligace emitovány s ohledem na dlouhou dobu splacení,

¹³ Jde o zvláštní typ obligací s předčasným splacením za vyšší než nominální cenu.

- vyšší úroková sazba než u krátkodobých dluhů,
- zvyšování finančního rizika, což od určité míry zadlužení znamená podstatné zvýšení nákladů na pořízení kapitálu.
- **Finanční úvěry** se poskytují v peněžní formě na základě smlouvy mezi věřitelem a dlužníkem. Poskytují je zpravidla banky na financování rozvojových potřeb podniku. Tyto úvěry mohou poskytovat i subjekty, které mají dočasně volný kapitál, např. pojišťovny a investiční fondy. Finanční úvěry jsou zpravidla zabezpečené nemovitostmi, cennými papíry, popřípadě i stroji a zařízením. Nejčastějšími formami finančních úvěrů jsou:
 - *termínované půjčky*, které jsou obvykle půjčkami na rozšiřování fixního majetku a jsou proto nazývány investičními úvěry. Finanční instituce, které je poskytují, sjednávají úvěrové smlouvy jako smlouvy mezi podnikem (dlužníkem) a věřitelem (finančním institutem). Ve smlouvě obvykle požadují majetkové záruky nebo záruky jinou právnickou osobou, určují lhůtu splatnosti úvěru, podíl interních zdrojů podniku na krytí investice apod. Touto cestu mohou získat zdroje i podniky, které si nemohou dovolit upisovat obligace, protože by je obtížně umísťovaly na peněžním trhu. Tím podnik ušetří náklady spojené s emisí obligací, ale na druhé straně úroky z termínovaných půjček bývají vyšší než u obligací. Termínované půjčky střednědobé (se lhůtou splatnosti od 1 – 5 let) poskytují nejvíce obchodní banky, které nedisponují velkým rozsahem dlouhodobých úspor. Naopak dlouhodobé termínované půjčky (se lhůtou splatnosti na 5 a více let) poskytují pojišťovny, eventuálně penzijní fondy. Splácení termínovaných půjček se může uskutečňovat buď pomocí anuitních (stejných, pravidelných) plateb v průběhu celého období, nebo splátkami, určenými v různé výši.
 - *půjčky poskytnuté formou hypotéčních zástavních listů*, které mají podobu dluhopisů, jejichž krytí je zabezpečeno zástavním právem na nemovitostech. Podnik, který požaduje úvěr, nabídne bance jako záruku nemovitost, banka si zajistí zástavní právo zápisem do pozemkových knih a na základě toho pak emituje zástavní listy a předá je podniku. Tyto zástavní listy jsou obchodovatelné, podnik je může prodat sám nebo prostřednictvím banky. Podnik z půjčky splácí bance úrok a splátky dluhů a hypoteční banka vyplácí majitelům zástavních listů úrok a postupně je umořuje,
 - *půjčky v rámci revolvingového systému.*¹⁴

¹⁴ viz kapitola 1. 2. 1 – krátkodobé bankovní úvěry – revolvingový úvěr

- **Dodavatelské úvěry**, které poskytují zpravidla dodavatelé velkých investičních celků (stavební a strojní dodávky) v naturální formě, tzn. tím, že nepožadují zaplacení faktur za dodané hodnoty v běžné lhůtě splatnosti. Konkrétní podmínky úvěru závisí na dohodě dodavatele a odběratele. Obecně bývají tyto úvěry dražší než úvěry finanční, protože dodavatelé nedisponují dlouhodobě volnými zdroji a sami musí chybějící zdroje získávat z úvěru.

1. 2. 3 Rezervy

Vytvořené rezervy představují zadržené částky z dosud nevykázaného zisku, čímž snižují výši zisku, která je za dané účetní období vykázána, na rozdíl od rezervních fondů, které se vytvářejí přidělem ze zisku za běžný rok a které jsou součástí vlastního jmění.

Rezervy jsou určeny jednak na případná rizika (na ztráty vyplývající z nepříznivého pohybu kursů zahraničních měn vůči české měně, na ztráty související s podnikáním apod.), jednak na přesně vymezené budoucí výdaje (např. na opravy hmotného majetku). V rozvaze se jejich tvorba vyjádří tak, že se zvýší pasiva v části cizích zdrojů. To znamená, že rezervy vyjadřují očekávané, budoucí snížení ekonomického prospěchu podniku. To má za následek, že se rozdělí méně zisku, než by se rozdělilo, kdyby do rozvahy očekávaná rizika či budoucí výdaje nebyly nezačleněny. Tento rozdíl se pak v budoucnu použije na úhradu nastalých případů zmíněných rizik a výdajů.

1. 3 Interní zdroje financování

Interní finanční zdroje podnik získává na základě vlastní činnosti. Často je tento proces nazýván samofinancování, které lze chápat v širším slova smyslu jako financování ze zisku, odpisů a z prodeje majetku nebo v užším slova smyslu jako financování ze zisku po zdanění a výplatě dividend. Samofinancování z interních zdrojů je ve všech vyspělých zemích významnou formou financování podnikových potřeb. V osmdesátých letech podíl financování z interních zdrojů kolísal od 40 % v japonských podnicích do 75 % až 80 % v amerických a holandských podnicích. Financování z interních zdrojů stále zůstává

dominantní složkou financování podniku.¹⁵ Používá se ve větší míře k financování fixního majetku než majetku oběžného z důvodu rizikovosti financování dlouhodobého majetku.

Do interních zdrojů financování patří:

- zisk po úhradě daně z příjmů a dividend (viz. 1. 1. 2),
- odpisy investičního majetku,
- rezervy (viz. 1. 2. 3).

1. 3. 1 Odpisy investičního majetku

Odpisová politika je důležitým nástrojem finančního řízení každého podniku. Odpisy, resp. jejich kumulovaná podoba oprávek, jsou jedním z nejdůležitějších zdrojů interního financování a zabezpečují reprodukci investičního majetku. Jejich hlavní funkcí je zajistit postupný přenos hodnoty těchto prostředků do nákladů. Tím, že odpisy jsou nákladovou položkou podniku, ovlivňují výši zisku a tím i propočty optimalizace finanční struktury i ukazatel rentability podniku.

1. 4 Externí zdroje financování

Externí zdroje financování jsou zdroje, které do podniku přicházejí zvenčí (od jiných subjektů). Umožňují přesně reagovat na potřebné změny podnikového majetku v souvislosti se změnami na trhu, umožňují také rychlejší a rozsáhlejší tvorbu podnikového kapitálu při zakládání podniku.

Za předpokladu, že náklady na pořízení externího kapitálu jsou nižší, než rentabilita celkového kapitálu, umožňuje externí financování zvyšovat efektivnost podnikání, růst rentability vlastního kapitálu a tím i tržní ceny akcie a růst tržní hodnoty podniku.

Zapojení externích zdrojů financování s sebou přináší určité problémy. Rozšiřuje se počet společníků, kteří ovlivňují rozhodování podniku. Dále se zvyšují náklady podniku,

¹⁵ Konečný, M. Podnikové finance. Brno: PC-DIR nakladatelství, 1997, str. 45

ať ve formě nákladů na emisi cenných papírů, tak ve formě nákladových úroků. Tím se zvyšují nároky na udržování likvidity, platební schopnosti podniku a výnosnosti vlastního kapitálu. Proto je nutné při širším zapojení externích zdrojů, vždy hodnotit všechny důsledky využití těchto zdrojů. K tomu slouží úvahy o vlivu zvýšení kapitálu pomocí externích zdrojů na čistý zisk, rentabilitu celkového a vlastního kapitálu, jakož i úvahy o vývoji likvidity podniku.

Nejobvyklejšími formami externích zdrojů podniku jsou:

- původní vklady vlastníků a jejich zvyšování (viz. 1. 1. 1),
- dlouhodobý úvěr (viz. 1. 2. 2),
- krátkodobý úvěr (viz. 1. 2. 1),
- různé druhy dotací (viz. 1. 1. 3)

1. 5 Podnikatelské riziko

Podnikatelské riziko se neváže pouze k riziku, které je spojeno s činností podniku, ale je spojeno i s ekonomickými aktivitami realizovanými subjekty v oblasti mikroekonomické, makroekonomické včetně oblasti veřejného sektoru, kromě oblasti spotřeby, neboť se jedná o oblasti, kde dochází k tvorbě bohatství, nikoli pouze k jeho zužitkování.

Rizikový prostor se obecně nachází mezi dvěma krajními situacemi, a to mezi jistotou na jedné straně a nejistotou na straně druhé.

Jistota představuje situaci, kdy pravděpodobnost, že jev nastane je rovna 1, tedy stoprocentní. Vedle toho může nastat stav, kdy pravděpodobnost je rovna 0, to znamená, že neexistuje možnost, že by jev nastal.

Nejistota představuje takovou situaci, kdy nelze objektivně kvantifikovat pravděpodobnost, že modelovaná skutečnost nastane.

Riziko bývá charakterizováno mírou pravděpodobnosti, která se nachází v otevřeném intervalu (0,1). Přitom lze říci, že pravděpodobnost a riziko jsou vzájemně se doplňující hodnoty (resp. opačné hodnoty). Pravděpodobnost udává míru, s jakou očekáváme, že modelovaná skutečnost nastane, riziko naopak udává míru očekávané nerealizace daného jevu.¹⁶

1. 5. 1 Klasifikace podnikatelského rizika

Podle kritéria dosahu podnikatelského rizika ho lze dělit na:

- podnikatelské riziko obecné (odráží celkovou situaci),
- podnikatelské riziko individuální (vyplývá z konkrétní situace daného podniku).

Z hlediska souvislosti podnikatelského rizika a financování firmy lze podnikatelské riziko dělit na:

- možnosti pohybu kapitálu,
- možnosti změny úrokových sazeb,
- možnosti znehodnocení měny, resp. inflace,
- možnosti kurzových změn,
- možnosti daňové nestability.

Individuální riziko lze dále dělit na:

- existenční riziko,
- finanční riziko.

Existenční riziko zachycuje nebezpečí nestability dosahovaného zisku. Je tvořeno zejména konjunkturními výkyvy, resp. momentem hospodářského cyklu, v němž se ekonomika nachází. Pokles konjunktury s sebou přináší zpravidla pokles odbytu produktů, pokles objemu výroby, pokles zisku a tím pádem i pokles úrovně zhodnocení vlastního kapitálu. Existenční riziko je spojeno s působením operační páky, jejíž odlišná úroveň způsobuje odlišný dopad existenčního rizika na míru jeho negativních důsledků.

¹⁶ Kraftová, I. Podnikatelské riziko a financování firmy. Sborník přednášek vědecké konference, Zlín: 23. a 24. 11. 1999, str. IV – 35

Finanční riziko je synonymem rizika kapitálové struktury a zesiluje existenční riziko. V renditě, která zajímá vlastníky, je kalkulován pouze čistý zisk po odečtení úroků z cizího kapitálu a daní. Finanční riziko úzce souvisí s problematikou finanční páky, pomocí níž se projevuje efekt, který způsobuje cizí kapitál spojený s nižší nákladovostí oproti vlastnímu kapitálu za předpokladu, že věřitelské riziko nepřekročí jistou mez. Tato mez je dána momentem, kdy podnikatelské riziko věřitele vede k takové požadované výnosové míře, která následně eliminuje působení daňového efektu.

1. 5. 2 Vliv podnikatelského rizika na financování firmy

Pod pojem financování v tomto kontextu je zajišťování takové kvantity a kvality kapitálu, které bude pokrývat aktiva firmy potřebná k optimalizaci zisku, resp. maximalizaci hodnoty firmy.

Při známém vztahu rizika a požadovaného výnosu je patrné ovlivnění nákladovosti kapitálu s ohledem na jeho strukturu. Při řízení financování firmy musíme brát riziko jako prvek tvorby ceny kapitálu, a to jak vlastního, tak cizího. A právě riziko patří mezi významné prvky rozdílnosti ceny kapitálu, při jeho vyšší úrovni je vyšší i nákladovost kapitálu.

V případě vlastního kapitálu je nutné při zvýšeném riziku počítat s vyšším požadovaným zhodnocením kapitálu, která se nejobecněji vyjadřuje jako poměr součinu zisku a výplatního poměru ku čistému obchodnímu jmění, tj. vlastnímu kapitálu firmy.

U cizího kapitálu se navyšuje úroková míra úvěrů při zvyšování rizika, v případě neúročeného cizího kapitálu dochází zpravidla při zvyšování rizika k jeho absolutnímu poklesu, neboť dodavatelé již ztrácejí elán dodávat na úvěr, dochází ke snižování přiznávaných mzdových nároků apod. Podnikatelské riziko má tedy i nepřehlédnutelnou souvislost s likviditou a solventností firmy.

1. 6 Náklady kapitálu podniku

Náklady kapitálu představují pro podnik náklady na získání a vázání jednotlivých složek kapitálu. Nákladem se zde rozumí cena kapitálu. Cenou kapitálu v případě cizího kapitálu je úrok, který musí podnik zaplatit. Jestliže podnik dosahuje zisku, pak zde působí tzv. daňový efekt – úroky z cizího kapitálu jsou součástí nákladů a náklady snižují zisk, ze kterého se platí daň z příjmů. Náklady na daně jsou pak z titulu úroků nižší, než jaké by byly bez úrokových nákladů. V případě vlastního kapitálu je významná zejména cena základního kapitálu (základního jmění). Jeho cenou je dividenda u akciové společnosti nebo podíl na zisku u společnosti s ručením omezeným, komanditní společnosti, veřejné obchodní společnosti či u tichého společníka.

Cena cizího kapitálu je závislá kromě standardní (průměrné) míry úročení, resp. zhodnocení kapitálu na době splatnosti půjčky a na stupni investorského rizika. Čím delší je doba, na niž si podnik vypůjčuje, tím vyšší cenu musí zaplatit. Proto jsou krátkodobé cizí zdroje (krátkodobé bankovní úvěry, obligace aj.) levnější než tytéž zdroje dlouhodobého charakteru, neboť dlouhodobé zdroje jsou pro věřitele rizikovější, a to jak z hlediska jeho vlastní likvidity (váží mu déle jeho prostředky), tak z hlediska dlužníka (na delší dobu věřitel obtížněji odhaduje jeho vývoj). A dále se cena cizího kapitálu odvíjí od bonity dlužníka. Čím níže hodnotí věřitel tuto bonitu, tím je úvěr dražší (roste riziková premie zahrnutá v úrokové míře). Cena cizího kapitálu souvisí i s daňovým zákonodárstvím. V České republice je převážná část úroků z cizího kapitálu daňově uznaným výdajem. To znamená, že úroky zvyšují finanční náklady a snižují účetní zisk i základ daně z příjmů.

Cena vlastního kapitálu je závislá na typu společnosti. Nejdražší je u akciové společnosti, protože akcionář není oprávněn požadovat vložený kapitál zpět.¹⁷ Obecně platí, že vložení kapitálu do základního jmění jakéhokoli typu společnosti je pro individuálního vkladatele vždy spojeno s vyšším rizikem než jeho uložení u peněžního ústavu nebo do státních obligací, proto za svůj kapitál oprávněně požaduje vyšší cenu.

¹⁷ Teoreticky se splatnost vloženého kapitálu blíží nekonečnu, prakticky době zániku společnosti – ale zde se jedná pouze o právo na podíl z likvidačního zůstatku. (Kovanicová, D., Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. – finanční analýza účetních výkazů, Praha: Polygon, 1995, str. 286)

Vyšší cenu požaduje i při vkládání peněžních prostředků do rizikových (nestabilizovaných a menších) podniků.

Naproti tomu pro podnik je základní kapitál bezpečným zdrojem financování, za nějž navíc obvykle neplatí cenu pokaždé, ale v závislosti na dosažení zisku, a to podle rozhodnutí valné hromady či společenské smlouvy.

Všeobecně tedy platí, že náklady vlastního kapitálu jsou pro podnik vyšší, než náklady cizího kapitálu, a to ze dvou důvodů, které lze shrnout z předešlého výkladu:

- riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele,
- placené úroky z úvěru jsou součástí podnikových nákladů.

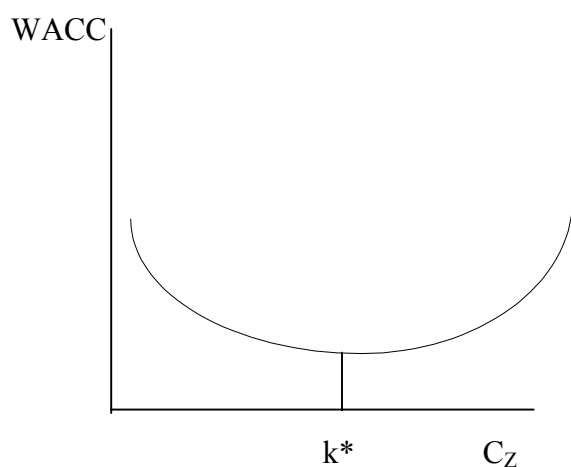
Když se přihlíží jen k rozdílu nákladů vlastního a cizího kapitálu, pak zvyšování podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu vede ke snižování průměrných nákladů kapitálu podniku a to v důsledku úrokového daňového štítu (na obr. č. 1 - prostor před k*). Z toho vyplývá, že podnik by dosáhl nejnižší průměrné náklady vázaného kapitálu, kdyby pracoval jen s cizím kapitálem. Tak tomu ovšem není, protože zde působí, kromě dalších faktorů, vazba mezi výnosností a rizikem, resp. mezi výnosností, likviditou a rizikem. Tato myšlenka nachází svůj odraz v teorii tzv. "U" křivky celkových nákladů kapitálu. Tato teorie je založena na tezi, že od určité míry zadlužení celkové náklady kapitálu začnou stoupat, protože s růstem zadluženosti rostou náklady dluhu i náklady vlastního kapitálu v důsledku zvýšeného rizika věřitelů i akcionářů.

Koncepce "U" křivky je založena na následujících předpokladech:¹⁸

1. Akciový kapitál nezískává podnik zdarma, očekává se, že zajistí minimálně běžnou dosahovanou výnosnost. Relativní náklady vlastního kapitálu se vypočtou jako poměrový ukazatel dividendového výnosu (tj. dividendy na akcii dělená tržní cenou akcie) zvýšený o míru růstu dividend, nebo je můžeme určit jako podíl zisku po zdanění a celkového kapitálu. Podobně se posuzuje z hlediska ceny kapitálu i kumulovaný nerozdělený zisk, který je významnou částí vlastního kapitálu.

¹⁸ Kovanicová, D. Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. - Finanční řízení rozvoje podniku. Praha: Polygon, 1997, str. 286

2. Náklady na cizí kapitál představují úrok v %, který musí podnik platit věřiteli. Výše úroku se snižuje o částku odpovídající jeho pomyslnému zdanění (úrok se ve většině případů uznává jako daňový náklad a nevstupuje do základu pro výpočet daně z příjmů).
3. S vyšší mírou zadluženosti rostou jak náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál. Odůvodňuje se to tím, že při stoupající zadluženosti roste finanční riziko podniku a věřitelé proto vyžadují vyšší úrok z úvěru. Zároveň stoupají požadavky akcionářů na výši vyplácených dividend, protože i oni nesou vyšší riziko.



Vysvětlivky: k* minimální náklady celkového kapitálu
WACC nákladovost celkového kapitálu
Cz..... zadluženost podniku

Obr. č. 1: Příklad působení teorie "U" křivky

Riziko vzniku platební neschopnosti se zvyšuje zvyšováním podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu podniku a to proto, že dluhovou službu (tj. placení úroků a úhradu splatných úvěrů) musí podnik zabezpečovat bez ohledu na hospodářský výsledek. Při velkém podílu úvěru může každý výkyv ve výnosech (resp. příjmech) a nákladech (resp. výdajích) vést k neschopnosti platit úroky a splátky, tedy k platební neschopnosti. Platební neschopnost s sebou nese dodatečné náklady (např. placení penále dodavatelům), snižuje podnikové výnosy (podnik nemá zdroje k plnému využití odbytových možností na trhu) a vznikají zvýšené náklady spojené s následným překonáváním platební neschopnosti

(získávání dodatečných finančních zdrojů). Věřitelé různými metodami hodnotí úvěrovou schopnost a bonitu dlužníka (provádí „rating“) a podle toho se rozhodují o poskytování úvěrů a o jejich úrokových sazbách. S růstem podílu cizího kapitálu roste požadovaná úroková míra.

Při růstu úvěrového zatížení podniku také vlastníci (akcionáři) vnímají zvyšující se riziko platební neschopnosti a tím rizikovost vkladu svého kapitálu. Proto jako kompenzaci očekávají a požadují vyšší výnos z kapitálu (růst dividend). Rostou tedy náklady vlastního kapitálu pro podnik.

Když se zohlední rizika, které sebou přináší cizí kapitál, jeví se jako nejvýhodnější takový podíl cizího kapitálu, při kterém jsou průměrné náklady kapitálu pro podnik minimální, což pozitivně ovlivňuje i tržní hodnotu podniku. Pro výpočet nákladů na celkový kapitál se používá tento vzorec: ¹⁹

$$WACC = \left(k_c * \frac{CK}{K} + k_v * \frac{VK}{K} \right) * K$$

$$k_c = \frac{\sum (u_i * CK_{\text{úročený}})}{CK} * (1 - t)$$

$k_v = ROA + \Delta ROA =$ očekávané zhodnocení vlastního kapitálu

Vysvětlivky:

WACC ... nákladovost celkového kapitálu v Kč

k_c ... koeficient nákladovosti cizího kapitálu

t ... míra zdanění zisku v % / 100

u_i .. úroková míra v % / 100

k_v ... koeficient nákladovosti vlastního kapitálu

¹⁹ Kovanicová, D., Kovanic, P. Podklady skryté v účetnictví, díl II. – finanční řízení rozvoje podniku. Praha: Polygon, 1997, str. 287

VK ... vlastní kapitál

CK ... cizí kapitál

K celkový kapitál (VK + CK)

Tento zápis může být zavádějící, pokud se tato rovnice dává do souvislosti se zmíněnou "U" křivkou, která ukazuje možnou existenci optimální hodnoty ukazatele zadluženosti C_Z definovaného jako $C_Z = CK / (CK + VK)$. Označení k_c a k_v by mělo být nahrazeno přesnějším $k_c(C_Z)$ a $k_v(C_Z)$, aby se zdůraznilo, že nejde o konstanty, ale o proměnné závislé na poměru obou kapitálů. Kdyby šlo o konstanty, pak by za obvykle splněné podmínky větší ceny vlastního kapitálu hodnota k při rostoucím C_Z pouze klesala, což není možné. Funkce $k_c(C_Z)$ a $k_v(C_Z)$ nejsou náklady na kapitál, ale cena kapitálu, tedy úrok popř. dividendy v procentech. Náklady by se vypočítaly až jejich vynásobením zapůjčeným kapitálem, tedy například náklady na vlastní kapitál by za rok v Kč činily $k_v * VK$.

S růstem poměru CK / VK a zadluženosti ve skutečnosti roste i riziko finančního zhroutilí podniku. S tímto ohrožením stability rostou i náklady na vlastní i cizí kapitál. Za větší riziko požadují vlastníci kapitálu větší výnosy. S rostoucím C_Z tedy roste jak $k_c(C_Z)$, tak i $k_v(C_Z)$.

Má-li být funkce $N(C_Z)$ skutečně "U" křivkou, musí mít pro optimální zadlužení $C_{Z,opt}$ minimum v intervalu $[0, 1]$, musí existovat kladná optimální hodnota $C_{Z,opt}$ ukazatele zadluženosti, která minimalizuje cenu celkového kapitálu a náklady na jeho pořízení, platí-li současně:²⁰

- cena vlastního kapitálu při zadluženosti $C_{Z,opt}$ dostatečně převyšuje cenu kapitálu cizího při téže zadluženosti,
- náklady na cizí kapitál rostou (při téže zadluženosti) s růstem C_Z rychleji než náklady na kapitál vlastní.

²⁰ Kovanicová, D. Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. - finanční řízení rozvoje podniku. Praha: Polygon, 1997, str. 287

K teorii "U" křivky průměrných nákladů kapitálu a minimalizaci průměrných nákladů kapitálu nezaujímají vždy finanční teoretici a praktici kladný postoj. Svá tvrzení zdůvodňují tím, že je prakticky obtížné zjistit závislost nákladů dluhu a nákladů vlastního kapitálu na úrovni zadluženosti a že model průměrných nákladů kapitálu je velmi zjednodušen, nelze podle něj v praxi postupovat. Tento názor zastávají například R. A. Brealey a S. C. Myers:²¹ "Pro nalezení optimální kapitálové struktury není žádný úhledný vzorec, do kterého by stačilo dosadit." Jsou zastánci stanoviska, že o kapitálové struktuře rozhodují čtyři hlediska:²²

1. *Daně* - Podniky, které si jsou jisté, že budou mít dostatečný zisk a využijí tak úrokový daňový štít, si mohou více půjčovat.
2. *Riziko* - Podniky s vyšším rizikem podnikání se mohou snadněji dostat do finanční tísně, a tak by se neměly příliš zadlužovat.
3. *Typ aktiv* - Podniky s převahou nehmotných aktiv by si měly vypůjčovat podstatně méně, protože nehmotná aktiva se při finančních potížích obtížně prodávají, a ztrácejí tak svou hodnotu.
4. *Finanční volnost* - Hodnota firmy dlouhodobě více závisí na investičních rozhodnutích, než na struktuře financování, proto podniky, které mají efektivní investiční příležitosti, by měly dbát na to, aby měly rychle dostupné peněžní prostředky (především interní finanční zdroje).

1.7 Optimalizace kapitálové struktury

Každá firma by měla usilovat o optimální finanční strukturu, o nejvhodnější poměr vlastních a cizích zdrojů, protože ten rozhoduje o tom, za kolik podnik celkový kapitál pořídí.

Použitý kapitál pro financování majetku by měl odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů aktiv (stupni jejich převoditelnosti v peněžní prostředky). Rychle převoditelná aktiva (zejména některé druhy oběžného majetku) je možné krýt krátkodobými závazky, protože je možné tato aktiva rychle použít na splacení závazků.

²¹ Brealey, R. A., Myers, S. C. Teorie a praxe firemních financí. Praha: Victoria Publishing, 1992

²² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, II. část. Praha: VŠE, 1996, str. 30

Naopak dlouhodobá aktiva (fixní majetek a trvalá část oběžného majetku) je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním i cizím.

V dnešní době se prosazuje zásada, že vlastní kapitál by měl krýt jen dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro daný podnik (např. sklářský podnik – pece nebo stroje na automatické broušení skla), ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta z cizích dlouhodobých zdrojů.

Jestliže vlastní dlouhodobý kapitál se podílí nejen na krytí dlouhodobého majetku, ale financuje i krátkodobý majetek, mluvíme o *překapitalizaci podniku*. V tomto případě je zajištěna sice vysoká finanční stabilita podniku, ale snižuje se celková efektivnost podniku, neboli podnik nedostatečně využívá cizích zdrojů z důvodu přílišné opatrnosti, a proto vykazuje nadměrnou výši vlastního jmění. V případě, že krátkodobý cizí kapitál se podílí na krytí dlouhodobého majetku, mluvíme o *podkapitalizaci podniku*, která může vést k insolvenčnímu zániku podniku, neboli podnik má nedostatečnou výši vlastního jmění vzhledem k podnikovým aktivitám, je příliš zadlužen se všemi důsledky z toho plynoucími.

Stanovení optimální finanční struktury je velmi náročný a důležitý problém. Z teoretického hlediska se za optimální finanční strukturu 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 v souladu s majetkovou strukturou podniku.

Dále se používá vertikálních pravidel financování. Jde o regulování vztahů mezi cizím a vlastním kapitálem na straně aktiv rozvahy. Za základní se považuje pravidlo 1 : 1, tj., že cizí kapitál by neměl být větší než vlastní kapitál. Pro rizikovější obory podnikání se považuje za potřebné dodržet vztah 1 : 2, tj., že cizí kapitál by neměl být větší než polovina vlastního kapitálu.²³ Tato pravidla vyjadřují určité empirické poznatky z podnikové praxe, ale nezohledňují bohatost faktorů působících na finanční strukturu podniku.

²³ Konečný, M. Podnikové finance. Brno: PC-DIR nakladatelství, 1997, str. 34

Finanční teorie rozvinula další modely optimalizace finanční struktury vycházející z maximalizace tržní hodnoty podniku jako rozhodujícího cíle podnikatelské činnosti. Optimální finanční struktura podniku je taková, která vede k maximalizaci tržní hodnoty emitovaných akcií.

Neexistuje však jednoduchý způsob, který by jednoznačně určil pro konkrétní podnik optimální finanční strukturu. Její určení je vždy výsledkem rozhodnutí podnikového vedení, přijímaného na základě komplexního posouzení faktorů působících na finanční strukturu.

Pro posouzení vztahu mezi cizími zdroji na jedné straně a vlastními zdroji na straně druhé se používají ukazatelé zadluženosti. K nejvýstižnějším ukazatelům patří.²⁴

- *Ukazatel celkové zadluženosti* (ukazatel věřitelského rizika):

$$C_Z = (CK / K)$$

Tento ukazatel se má standardně pohybovat v intervalu od 0,3 – 0,7. S jeho růstem roste věřitelské riziko, že o svůj investovaný kapitál přijdou z důvodu nesolventnosti podniku.

- *Ukazatel hodnocení finanční nezávislosti*:

$$F_N = (VK / K)$$

Tento ukazatel je doplňkem ukazatele věřitelského rizika a standardně se má pohybovat v intervalu od 0,3 – 0,7. Součet obou ukazatelů je roven 1 (popř. – při procentním vyjádření 100 %).

- *Ukazatel kapitálové přiměřenosti*:

$$K_p = (VK / FA)$$

Vysvětlivky: FA fixní aktiva

V případě, že vlastní kapitál převyšuje fixní aktiva, dostává se podnik do situace překapitalizace kapitálové struktury.

²⁴ Sedláček, J., Hamplová, E., Úřadníček, V. Finanční analýza. Brno: Masarykova univerzita, 1998, str. 78 - 82

- *Ukazatel úrokového krytí:*

$$Ú_K = (\text{EBIT} / \text{roční úroky})$$

Tento ukazatel vypovídá o tom, do jaké míry jsou úroky kryty celkově vyprodukovaným ziskem (včetně části vyprodukované cizím kapitálem jejíž výše by se měla alespoň rovnat nákladům na zapůjčený kapitál, tj. úrokům). Jinými slovy, ukazatel informuje, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Např. je-li ukazatel roven 1, potom celý zisk je použit na zaplacení úroků (hospodářský výsledek = základ daně = 0) a na akcionáře nezbude nic. Všeobecně se uvádí, že úroky by měly být kryty ziskem pětkrát, v amerických průmyslových podnicích je dokonce krytí osmkrát.²⁵

²⁵ Kovanicová, D., Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. – finanční analýza účetních výkazů. Praha: Polygon, 1995, str. 292

2. Finanční páka

Finanční páka (financial leverage - FL) je označení jednoho z možných způsobů vyjádření míry zadluženosti. Je nástrojem ke zvyšování výnosnosti majetku či investice vlastníků společnosti. Při její aplikaci jde v podstatě o prozíravou substituci vlastního jmění dluhovým financováním s fixními náklady s nadějí na zvýšení návratnosti vlastního kapitálu. Slovo naděje je zde důležité, protože pákový způsob financování nemusí vždy přinést zamýšlený efekt. Jestliže se provozní zisk dostane pod kritickou úroveň, bude pákové financování namísto zvyšování snižovat výnosnost vlastního kapitálu společnosti. Při zamyšlení nad variabilitou výnosnosti vlastního jmění v souvislosti s rizikem spojeným s použitím dluhového financování, lze říci, že pákové financování je příslovečnou dvojsečnou zbraní: zvyšuje sice vlastníky očekávanou výnosnost jejich jmění, zvyšuje však také jejich podnikatelské riziko.

Podnikatelské riziko je spojeno s faktem, že čím je firma zadluženější, tím je finanční páka vyšší, ale příliš velká páka se může snadno zlomit a přivést podnik k bankrotu. Z kapitoly 1. této práce plyne, že určitá výše zadlužení je obvykle pro firmu užitečná. Avšak příliš velká páka zvyšuje finanční riziko akcionářů (a obdobně společníků či vkladatelů do jiných typů společností), protože podnik je příliš zatížen splácením úroků i dluhů a snadno se dostane do nepříznivé finanční situace, z níž vede cesta přes další půjčky. Kruh se stahuje, protože získání nové půjčky v podmínkách finanční nestability je obtížné.

Zadluženost sama o sobě není pouze negativní charakteristikou podniku. Ve zdravém, finančně stabilním podniku může růst finanční páky přispívat k růstu celkové rentability a tím i k růstu tržní hodnoty firmy. Neexistuje ani přímá souvislost mezi zadlužeností a insolventností: vyšší zadluženost nepřivádí zákonitě podnik do platebních potíží.

Ukazatel finanční páky se vyjadřuje poměrem celkového kapitálu (K) ku vlastnímu kapitálu (VK).²⁶

$$FL = (K / VK)$$

Efekt působení finanční páky v podniku nejlépe ozřejmí, když se podíváme na vliv finanční páky na ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu).

2. 1 Vliv finanční páky na ROE

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) hodnotí výnosnost kapitálu, který do podniku vložili jeho akcionáři či vlastníci (společníci, majitelé). ROE ukazuje vztah mezi čistým ziskem (EAT) a vlastním jměním společnosti (VK).

$$ROE = (EAT / VK)$$

Při výpočtu tohoto ukazatele je problém, co zahrnout do jmenovatele. Vlastní kapitál zahrnuje vedle základního jmění řadu dalších zdrojů: emisní ážio, zákonné fondy, různé statutární či jiné fondy tvořené ze zisku na určité účely, hospodářský výsledek běžného roku čekající na rozdělení aj. Bude tedy nutno vycházet z účelu, jemuž má analýza sloužit.

Míra zisku vypočtená z vlastního jmění je ukazatelem, jímž akcionáři, majitelé a další investoři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, tj. zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. Investor zcela pochopitelně požaduje, aby cena, kterou od podniku přijímá za vložený kapitál (dividenda z akcií, podíl na zisku z vloženého vkladu apod.) byla vyšší než cena, kterou by obdržel při jiné méně rizikové formě investování (např. nákupem obligací, uložením peněz u peněžního ústavu aj.), neboť, jak už bylo uvedeno, vklad do podniku je spojen s poměrně vysokým rizikem (spojené se špatným hospodařením či dokonce bankrotem podniku). Bude-li tedy hodnota ROE dlouhodobě nižší nebo rovna výnosnosti cenných papírů garantovaných státem

²⁶ Higgins, R. C. Analýza pro finanční management. Praha: Grada, 1997, str. 52. R. C. Higgins pojímá finanční páku také ve tvaru: $FL = 1 + (CK / VK)$

(státních pokladničních poukázek, státních obligací aj.), podnik bude nejspíš odsouzen k zániku.²⁷

V zájmu zjištění možností managementu, jak zvýšit ROE, rozkládá se ukazatel ROE na své tři hlavní komponenty. Z hlediska cíle práce je nejvýznamnější třetí komponent, finanční páka.

$$\text{ROE} = (\text{EAT} / \text{VK}) = (\text{EAT} / \text{TRŽBY}) * (\text{TRŽBY} / \text{K}) * (\text{K} / \text{VK})$$

neboli: ROE = zisková marže* obrat aktiv * finanční páka

Z nichž první dva komponenty rozkládají ukazatel rentability úhrnného vloženého kapitálu (ROA).

$$\text{ROA} = (\text{EAT} / \text{K}) = (\text{EAT} / \text{TRŽBY}) * (\text{TRŽBY} / \text{K})$$

Ukazatel ROA poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány: zda jde o zdroje vlastní (akcionáři, společníci, fondy tvořené ze zisku atd.), nebo cizí (bankovní úvěry a jiné finanční výpomoci dlouhodobé či krátkodobé povahy atd.). Z praktického hlediska je tento ukazatel správnější než ROE, neboť nelze z celkového zisku přesně určit onu část, jež je výsledkem použití jen vlastního kapitálu. Kromě toho dovoluje znalost ROA stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou lze přijmout cizí kapitál. Platí zde zásada, že ROE má být větší než ROA, jinak není pro vlastníky výhodné použití úvěru.

Na základy výše uvedeného lze ROE napsat v tomto tvaru:

$$\text{ROE} = \text{ROA} * (\text{K} / \text{VK}),$$

²⁷ Kovanicová, D., Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. – Finanční řízení rozvoje podniku, Praha: Polygon, 1997, str.280

Role finanční páky je zde zřejmá. Růst cizího kapitálu může zvyšovat ROE. Avšak zadluženost se promítne i do ziskové marže a obratu aktiv. Zisk bude nižší o vyšší úroky připadající na přírůstek cizího kapitálu a i hodnota obratu aktiv se sníží z důvodu zvýšení hodnoty jeho jmenovatele. Z toho vyplývá, že zadluženost bude mít na ROE celkově pozitivní vliv pouze tehdy, jestliže jejím využitím dokáže podnik vyprodukovat natolik více zisku, aby jím vykompenzoval pokles prvních dvou ukazatelů v rozkladu ROE. Jinými slovy – zvýšení zadluženosti bude pro ROE příznivé tehdy, jestliže podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více, než činí úroková sazba dluhu.

Finanční páka bývá sama předmětem rozkladu na poměrové ukazatele, charakterizující horizontální a vertikální strukturu rozvahy. K tomuto účelu je vhodné transformovat finanční páku do podoby:²⁸

$$FL = (K / VK) = (VK + CK) / VK = 1 + (CK / VK)$$

a provést rozklad poměrového ukazatele (CK / VK) , který je o jednotku menší než finanční páka a vyjadřuje jiným způsobem zadluženost podniku. Tento poměrový ukazatel vyjadřuje míru zadlužení vlastního kapitálu a dále ho budeme značit Z_{VK} .

$$Z_{VK} = (CK / VK) = (CK / OA) * (OA / KrZ) * (KrZ / DCK) * (DCK / VK)$$

Vysvětlivky:

OA oběžná aktiva

KrZ krátkodobé závazky

DCK ... dlouhodobý cizí kapitál

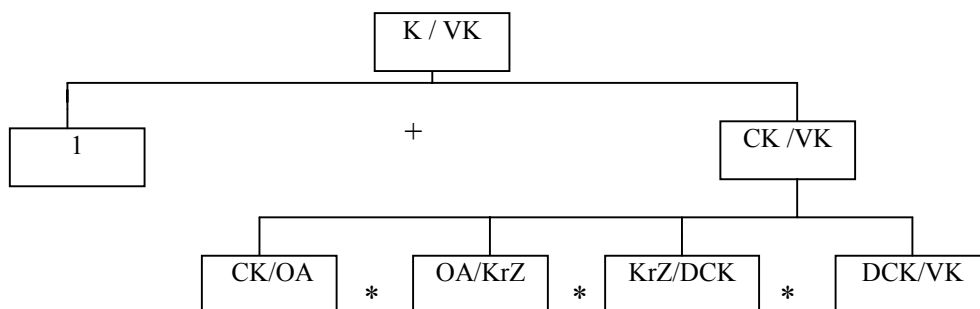
K interpretace faktorů:

(CK / OA) – dluhové financování oběžných aktiv, pokud jsou stálá aktiva financována vlastním jměním, je tento ukazatel menší nebo roven jedné,

(OA / KrZ) – ukazatel běžné likvidity, standardně se má tento poměr pohybovat v intervalu $(1,5 - 2,5)$,

²⁸ Grünwald, R. Finanční analýza – metody a využití, Praha: Vox Consult, 1995, str. 46

(KrZ / DCK) – struktura cizích zdrojů, krátkodobá zadluženost podléhá snadněji výkyvům a změnám než dlouhodobé cizí zdroje,
(DCK / VK) – dlouhodobá zadluženost.



Obr. č. 2: Rozklad ukazatele finanční páky pomocí poměru (CK / VK)

Vedle tohoto rozkladu, který interpretuje Rolf Grünwald, lze finanční páku rozložit následujícím způsobem:²⁹

$$FL = \frac{\frac{CK}{VK} * \frac{OA - \text{zásoby}}{KrZ} * \frac{KrZ}{CK}}{\frac{OA - \text{zásoby}}{A}}$$

K interpretace faktorů:

(CK / VK) – míra zadluženosti vlastního kapitálu,

(OA – zásoby)

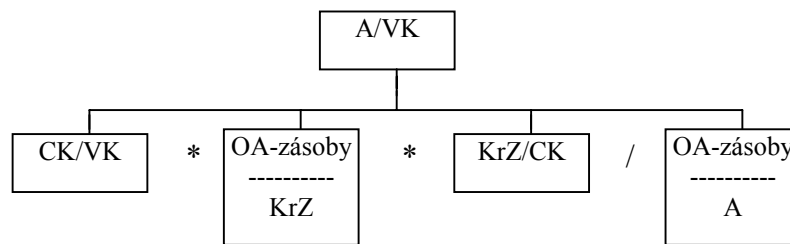
KrZ – rychlá likvidita, schopnost přeměnit majetek na peníze, jimiž budeme schopni plnit své závazky,

(KrZ / CK) – míra krátkodobé zadluženosti,

OA – zásoby

A – podíl oběžných aktiv snížených o zásoby na aktivech

²⁹ Sedláček, J., Hamplová, E., Úradníček, V. Finanční analýza, Brno: Masarykova univerzita, 1998, str. 98



Obr. č. 3: Pyramidový rozklad ukazatele finanční páky v podobě (A / VK)

Jak bylo řečeno, zvětšení finanční páky obvykle vede k růstu ROE. Nyní tuto závislostí prozkoumáme blíže. Pro začátek si zapíšeme zisk po zdanění pomocí rovnice:³⁰

$$EAT = \{EBIT - [\Sigma(u_i * CK_{\text{úročný}})]\} * (1 - t)$$

kde EBIT je známé označení zisku před úroky a zdaněním, $\Sigma(u_i * CK_{\text{úročný}})$ jsou úrokové výdaje, rozepsané jako úroková míra (u_i) znásobená nesplacenou částí dluhu nesoucí úroky ($CK_{\text{úročný}}$) a t je daňová sazba firmy. Tato rovnice referuje o postupu, kterým účetní jednotka provádí kalkulaci zisku po zdanění.

³⁰ Higgins, R. C. Analýza pro finanční management, Praha: Grada, 1997, str. 208

$$\begin{aligned}
ROE &= \frac{EAT}{VK} = \frac{(EBIT - u \cdot CK)}{VK} \cdot (1 - t) = \left(\frac{EBIT}{VK} - \frac{u \cdot CK}{VK} \right) \cdot (1 - t) = \\
&= \left[\left(\frac{EBIT}{K} \cdot \frac{CK + VK}{VK} \right) - \left(u \cdot \frac{CK}{VK} \right) \right] \cdot (1 - t) = \left\{ \left[\frac{EBIT}{K} \cdot \left(\frac{CK}{VK} + \frac{VK}{VK} \right) \right] - \right. \\
&\left. - \left(u \cdot \frac{CK}{VK} \right) \right\} \cdot (1 - t) = \left\{ \left[\left(\frac{EBIT}{K} \cdot \frac{CK}{VK} \right) + \left(\frac{EBIT}{K} \cdot 1 \right) \right] - \left(u \cdot \frac{CK}{VK} \right) \right\} \cdot \\
&\cdot (1 - t) = \left[\frac{EBIT}{K} + \frac{CK}{VK} \cdot \left(\frac{EBIT}{K} - u \right) \right] \cdot (1 - t) = \\
&= [ROA + (ROA - u) \cdot Z_{VK}] \cdot (1 - t) = (ROA + FL') \cdot (1 - t)
\end{aligned}$$

Po této úpravě můžeme ukazatel ROE zapsat ve formě rovnice:

$$ROE = (ROA + FL') \cdot (1 - t), \text{ kde } FL' = (ROA - u) \cdot Z_{VK}$$

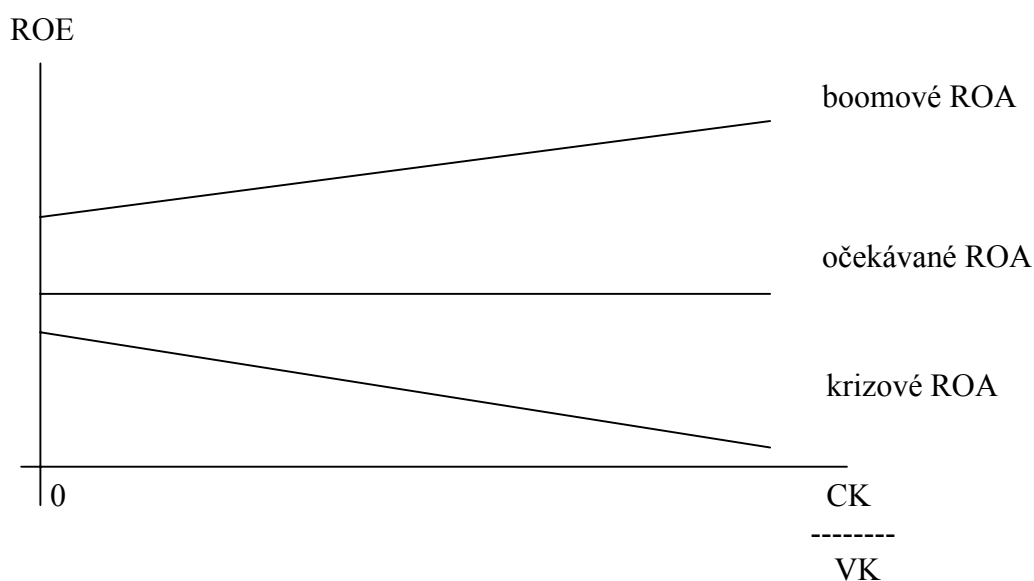
Finanční páka takto odvozená vyjadřuje míru působení zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu.

ROA je rentabilita investovaného kapitálu ($EBIT / K$), kterou můžeme považovat za rentabilitu společnosti vytěženou ještě před dopadem efektu z pákového financování. Při pohledu na úrokovou míru (u) je nutné připomenout, že nákladové úroky jsou daňově odčitatelnou položkou, takže daňová povinnost společnosti klesá s růstem úrokových nákladů jedině za předpokladu, že daný podnik vykazuje zisk a příslušné daně mají být placeny.

Revidovaná podoba výrazu pro výpočet ROE má významný charakter. Ukazuje, že dopad pákového financování na ROE závisí na velikosti rozdílu ROA a úrokové míry. Je-li ROA větší než úroková míra, pak pákové financování (míra zadluženosti), měřené jako (CK/VK), zvyšuje ROE. Jestliže je ROA menší než úroková míra, efekt uplatněného pákového financování vede ke snížení ROE.

Na obr. č. 4 je vyjádřeno výše řečené graficky.³¹ Na obrázku vidíme, jak se ROE mění v závislosti na finanční páce při třech hodnotách měnícího se ROA, korespondujících jednak s boomem, tedy s prudkým konjunkturálním tempem růstu ROA, jednak s očekávaným tempem růstu a nakonec s krizovým poklesem. Rostoucí podíl pákového dluhového financování má zřejmě dvojitý účinek: zvyšuje očekávané ROE, také však zvyšuje možné rozpětí hodnoty tohoto poměrového ukazatele. Můžeme tedy říci, že větší rozpětí možných výsledků vyjadřuje větší nejistotu, pokud jde o to, jakou hodnotu ROE společnost nakonec vytěží. A za druhé, větší rozpětí možných hodnot ROE také znamená šanci na bankrot.

Shrneme-li předchozí vývody, je zřejmé, že pákové financování zvyšuje nejen možnou výnosnost, nebo jinak řečeno potenciálně dosažitelný výnos z majetku kmenových akcionářů, ale také riziko ztráty.



Obr. č. 4: Pákové financování zvyšuje riziko i očekávanou návratnost

³¹ Higgins, R. C. Analýza pro finanční management. Praha: Grada, 1997, str. 209

Z předchozího výkladu může definovat dva faktory, které ovlivňují finanční páku:

1. faktor: míra zadluženosti vlastního kapitálu – růst míry zadluženosti zvyšuje finanční páku, jestliže $ROA - \text{úroky} > 0$,
2. faktor: rozdíl mezi ROA a úrokovou mírou.

A dále můžeme vyjádřit čtyři varianty působení finanční páky:

1. finanční páka nepůsobí, protože firma nemá cizí kapitál,
2. finanční páka je kladná – to znamená, že $ROA > \text{úroková míra}$,
3. finanční páka je záporná (negativní) – $ROA < \text{úroková míra}$,
4. finanční páka působí neutrálně – $ROA = \text{úroková míra}$.

2. 2 Finanční páka a diagram rozložení zisku

Finanční páka také přenáší a umocňuje vliv změn v provozním zisku (EBIT) na změny zisku na kmenovou akcii (EPS). Funguje podobně jako provozní páka, která je výsledkem vlivu fixních výrobních nákladů. U finanční páky mají hlavní vliv fixní finanční náklady a to:

- fixní úrok, který musí společnost platit svým věřitelům (finančním institucím a držitelům obligací),
- prioritní dividendu, kterou vyplácí prioritním akcionářům.

Stupeň finanční páky tedy vyjadřuje vztah mezi ziskem před zdaněním a úroky a čistým ziskem na akcii. Říká, o kolik se změní EPS při 1 % změně EBITu.

$$DFL = \frac{EBIT}{[EBIT - (CK * u)]}$$

Ukazatel EPS neboli čistý zisk na akcii ukazuje, kolik korun čistého zisku připadne na jednu akcii daného podniku. Výnos na akcii je klíčovým údajem o finančním hospodaření jako dynamicky pojatého hodnocení firmy a odráží výsledky a úspěchy konkurentů při trendové analýze. Čistým ziskem se zde rozumí celkový zisk po zdanění a po výplatě prioritních dividend.

$$\text{EPS} = (\text{čistý zisk} / \text{počet kmenových akcií})$$

Při finanční analýze se někdy používá zjednodušený postup, spočívající v propočtu dopadu daného finančního rozhodnutí pomocí ukazatele EPS namísto použití měřítka ROE.

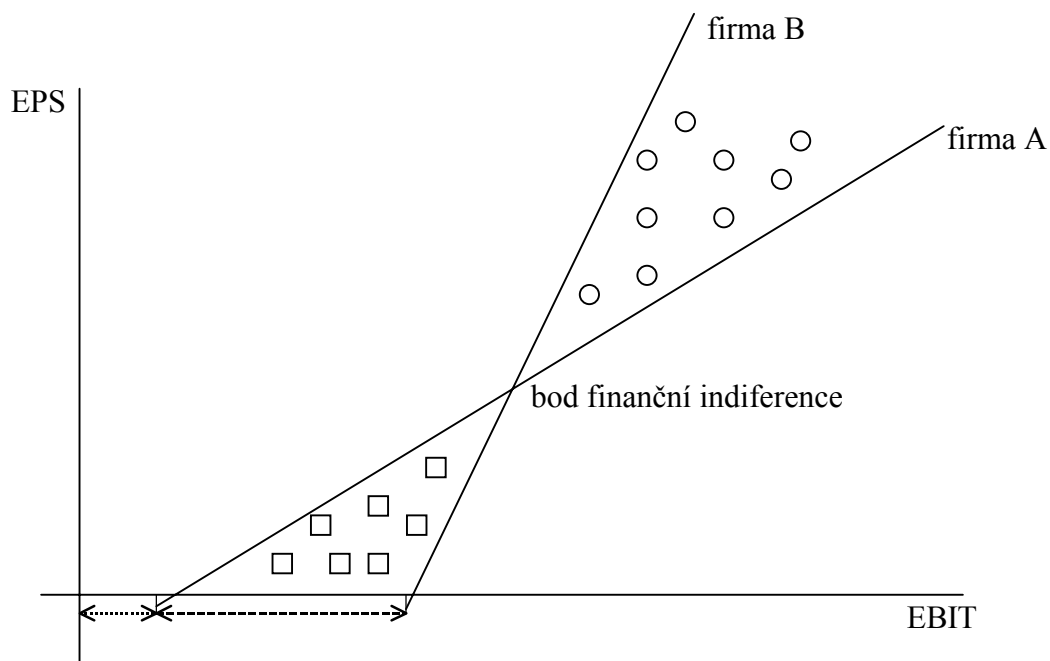
Diagram rozložení zisku na obr. č. 5 ukazuje zisk na akcii, který vyplývá z určité kapitálové struktury. Před výkladem vztahu EBIT a EPS je třeba charakterizovat dva srovnávané podniky - podnik A, podnik B. Podnik A je financován pouze z vlastních zdrojů (100 % obyčejných kmenových akcií), podnik B je financován kromě vlastních zdrojů také cizími zdroji (kmenové akcie a obligace).

Průsečík přímek na obr. č. 5 je nazýván bodem finanční indiference a označuje takovou úroveň provozního zisku, při které bude zisk na akcii stejný u obou podniků. Leží-li dosažený EBIT za bodem indiference, bude zisk na akcii u podniku B vyšší než u podniku A (v důsledku vtažení cizího kapitálu). Naopak při hodnotě EBIT pod bodem indiference bude zisk na akcii v podniku B nižší než v podniku A a to z důvodu, že firma B v důsledku vtažení cizího kapitálu musí platit úroky, které snižují hodnotu čistého zisku na akcii.

Početně určíme provozní zisk v bodě indiference ze vztahu:

$$\text{EPS}_A = \text{EPS}_B$$

$$\frac{\text{EBIT} * (1 - t)}{\text{počet akcií A}} = \frac{\{\text{EBIT} - [\Sigma(u_i * \text{CK}_{\text{úročeny}})]\} * (1 - t)}{\text{počet akcií B}}$$

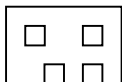


Obr. č. 5: Diagram rozložení zisku

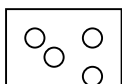
Vysvětlivky:

←-----→ prostor na placení daní,

←-----→ prostor na placení úroků z cizích zdrojů,



dynamičtější růst EPS je u firem, které nepoužívají cizí kapitál,



firmy, které zvyšují EPS díky vtažení cizího kapitálu dynamičtěji než firmy, které cizí kapitál nepoužívají.

Vztah mezi změnou provozního zisku a výslednou změnou zisku na akcii lze vypočítat i pomocí tohoto vztahu: stupeň finanční páky (DFL):

$$DFL = \frac{\frac{EPS_1 - EPS_0}{EPS_0}}{\frac{EBIT_1 - EBIT_0}{EBIT_0}} = \frac{\text{relativní změna zisku na akcii}}{\text{relativní změna provozního zisku}}$$

DFL ukazuje jak procentní zvýšení (snížení) provozního zisku ovlivňuje zvýšení (pokles) akcionářských výnosů. Pokud firma nevyužívá cizího kapitálu (nezatěžuje společnost žádnými fixními finančními náklady) je $DFL = 1$, při lineární dani.

Graf finanční páky obvykle ukazuje vyšší očekávané zisky na akcii z dodatečného využití závazků v porovnání s navýšeným akcionářským kapitálem. Existují však ekonomická a technologická omezení, která způsobují, že využití cizích zdrojů v menší míře je pro firmu příznivé (vede ke zvýšení výnosu na akcii), ale velké závazky mohou znamenat pro firmu velká rizika. Finanční páka je přínosná tehdy, jestliže není převážena zvýšeným rizikem, které firma podstupuje kvůli dodatečným fixním finančním nákladům.³²

2. 3 Celková páka (kombinace operační a finanční páky)

Operační páka vyjadřuje citlivost reakce provozního zisku (fixních a variabilních nákladů) na změnu v celkových tržbách firmy. Pokud by všechny náklady společnosti byly variabilní, měnil by se provozní zisk (EBIT) proporcionálně ke změnám tržeb. Jsou-li však náklady společnosti tvořeny podílem fixních i variabilních nákladů, potom změnu provozního zisku ovlivňuje při různých objemech tržeb právě struktura nákladů firmy.

Podnik s velmi nízkými fixními náklady a vysokými variabilními náklady má nízkou kapitálovou náročnost (nízkou provozní páku). Management této firmy může podstoupit vyšší finanční riziko tím, že bude za jinak stejných podmínek financovat svou kapitálovou strukturu procentně vyšším poměrem dluhů k vlastnímu kapitálu.

Naopak u kapitálově náročných výrobních procesů, má podnik vysoké fixní náklady a poměrně nízké variabilní náklady. Management této firmy kombinuje vysokou provozní páku s nízkou finanční pákou.

³² Sedláček, J., Hamplová, E., Úradníček, V. Finanční analýza, Brno: Masarykova univerzita, 1998, str. 106

$$\text{Stupeň provozní páky (DOL)} = \frac{\text{relativní změna EBITu}}{\text{relativní změna tržeb (T)}}$$

Jestliže obě páky (jak finanční, tak operační) nám dovolují zvětšovat naše výnosy, potom maximální páku získáme přes jejich kombinované užití ve formě kombinované páky. Působení provozní a finanční páky je vyjádřeno stupněm celkové páky (DTL), který se stanoví jako součin stupně provozní a stupně finanční páky.

$$\text{DTL} = \text{DOL} * \text{DFL} = \frac{\text{relativní } \Delta \text{ EBIT}}{\text{relativní } \Delta \text{ T}} * \frac{\text{relativní } \Delta \text{ EPS}}{\text{relativní } \Delta \text{ EBIT}} = \frac{\text{relativní } \Delta \text{ EPS}}{\text{relativní } \Delta \text{ T}}$$

Celková páka vyjadřuje citlivost reakce čistých výnosů, resp. zisku na akcii na změnu v celkovém objemu tržeb firmy, neboli jak jednoprocenní změna tržeb ovlivní zisk na akcii při společném působení operační a finanční páky, při určité nákladové (provozní) a kapitálové (finanční) struktuře.

Stupeň celkové páky lze rovněž vyjádřit pomocí vzorce:³³

$$\text{DTL} = \frac{Q * (P - VC)}{Q * (P - VC) - FC - (CK * u)}$$

Vysvětlivky:

Q množství vyprodukovaných výrobků,

P cena za jednotku produkce,

VC ... variabilní náklady,

FC fixní náklady.

Analýza celkové páky umožňuje managementu lépe odhadnout optimální kapitálovou strukturu, která má vliv na výnosnost a hodnotu akcií firmy.

³³ Stanley. B. Block, Geoffrey, A. Hirt Foundations of financial management. Boston: Sixth edition, 1992, str. 125

2. 4 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Ukazatel EVA je nejvýstižnějším vyjádřením cíle "maximalizace hodnoty pro vlastníky", tj. maximalizace shareholder value. Tento cíl je založen na tom, že všichni sledují své vlastní cíle (zaměstnanci nejvyšší mzdy, zákazníci nízké ceny, dodavatelé vysoké ceny, investoři co nejvyšší zhodnocení a vrácení svého vkladu, stát a obce maximální daně a vytváření zaměstnanosti atd.). Všichni však mají společný zájem na dlouhodobé existenci firmy. Hovoří se o "svazku cílu" nebo o "cílovém systému", který je kompromisním řešením mezi cílovými představami jednotlivých zájmových skupin (stakeholderů³⁴). Výjimečné postavení mezi stakeholdery má vlastník (majitel): ten vytvořil podnikatelský záměr, do podniku vložil kapitál a chce jej zvětšit, tj. vytvořit novou hodnotu. Z výsledků hospodaření musí nejprve uspokojit ostatní stakeholdery (vyplatit mzdy, úroky, daně, atd.). Teprve co zbude z celého rozdělování, mu patří, tj. zisk. Jestliže mu zbude méně, než je zisk, který by při stejném riziku získal jinde, nepodařilo se mu vložený kapitál dostatečně zhodnotit, což je nebo bude ohrožením existence jeho firmy. Je-li výnos vyšší, pak může být vyšší i zhodnocení přínosů stakeholderů (např. vyšší mzdy pro manažery a ostatní zaměstnance).

Ukazatel EVA vznikl v konzultační firmě Stern Stewart Management Services v New Yorku v roce 1993.³⁵

$$EVA = EBIT * (1 - t) - WACC$$

Z konstrukce ukazatele je zřejmé, že provozní zisk po zdanění musí být vyšší nebo alespoň stejně velký, jako jsou náklady na kapitál (ty jsou tvořeny úroky placené vnějším investorům a výnosy požadované akcionáři), aby podnikání mělo nějaký smysl. Hlavním příspěvkem ukazatele EVA je to, že i vlastní kapitál něco stojí (že má své náklady), což je u cizího kapitálu zřejmé, a že nestačí, aby podnik vykazoval zisk nebo určitou výši zisku na akcii (EPS), ale že musí přinést kladnou hodnotu EVA.

³⁴ mají právo na přednostní nákup akcií

³⁵ Synek, M. Cíle zájmových skupin a ukazatele MVA a EVA. Ekonom. Praha 1999, čís. 48, str. 48

3. Specifika financování českých podniků po roce 1990

Po roce 1990 nastává v České republice transformace majetku – přechod z nejcentralizovanějšího systému plánovitého řízení na tržní ekonomiku. Náhle se zrodily tisíce podnikajících subjektů, které potřebovaly peníze na investice. Lidé v čele nových firem byli netrpěliví, toužili nastartovat své podnikatelské aktivity hned a k tomu potřebovali nemalé finanční zdroje. Obraceli se tedy na nově vzniklé banky, kterým chyběli erudovaní pracovníci, know-how, technické vybavení a alespoň částečná znalost bankovních principů, pravidel a etiky. Ti, kdo si chtěli půjčit, neměli žádné reference ze svého dosavadního podnikání a úvěrování a nebyli ani schopni provést predikce svých obchodů, neboť trh se v České republice teprve tvořil. Bankovní úvěry začaly suplovat chybějící kapitál, dlouhodobé zdroje na investice a krátkodobé prostředky na překlenutí okamžitého nedostatku peněz. Úvěry tak nabyly charakteru rizikového kapitálu vkládaného do podniku.

Malá privatizace také vyvolala na banky obrovský tlak. Neznámé hodnoty byly nakupovány za ceny, u nichž nikdo nebyl schopen posoudit, zda jsou reálné. Dražilo se bez ekonomické úvahy, neboť za cizí peníze se riskuje a spekuluje nejlépe. Následující kupónová privatizace byla sice rychlá, ale nepřinesla podnikům potřebný kapitál. Naopak iniciovala další vlnu úvěrování. Je zcela logické, že při tak výrazné angažovanosti bank muselo zákonitě docházet ke špatným úvěrům, a to v nikoli zanedbatelném objemu. Je otázkou, zda výši špatných úvěrů bylo možné omezit.

Poměr úvěrů k hrubému domácímu produktu u nás nyní dosahuje 85 % ve srovnání s 34 % v Polsku a 42 % v Maďarsku. Statistiky jsou vždy ošidné (např. v Rusku je tento poměr pouze 11 %, přičemž hlavním důvodem je vysoká angažovanost bank u státu, a nikoli v podnicích), protože nevysvětlují další vlivy. Přesto však ukazují na nutnost získat do podniků skutečný kapitál a úvěry uvolnit na modernizaci a financování obchodních a provozních záležitostí. Ve srovnání s vyspělými tržními ekonomikami máme v České republice neobvyklou strukturu depozit a úvěrů. Jestliže v Německu, Francii, Velké Británii či USA poměr mezi depozity od obyvatelstva a od podniků dosahuje v průměru zhruba 50:50 a stejný poměr platí při srovnání úvěrů pro fyzické

osoby a podnikovou sféru, pak u nás je poměr depozit od obyvatelstva k depozitům od podniků 70:30 a v úvěrech dokonce 5:95.³⁶ To ukazuje na nerozvinutí spotřebních úvěrů a neschopnost podniků generovat přebytečné rezervní zdroje. Předlužení podniků tak snižuje potenciál jejich dalšího rozvoje a zároveň jim znemožňuje získat další zdroje ve formě úvěrů. Podniky pak řeší nedostatek zdrojů neplacením svých závazků z obchodního styku, a tím se akumuluje tzv. druhotná platební neschopnost.

Během posledních roků banky snižovaly své základní sazby poměrně výrazně. Například na počátku roku 1998 byla základní úroková sazba České spořitelny 17 % a na jeho konci 11,2 %. Základní sazba pro úvěry do jednoho roku byla na začátku roku 1998 u ČSOB 17 % a počátkem roku 1999 10,75 %. Komerční banka snížila svou referenční sazbu z 16,8 % z počátku roku 1998 na 10,4 %.³⁷ Nesmíme však opomenout, že jde o sazby, z nichž banky odvozují sazby pro poskytované úvěry. Ty jsou obvykle i o několik procent vyšší a to i případné pojištění úvěru zdraží tento úvěr o několik procentních bodů. Pro firmy jsou tyto peníze stále ještě poměrně drahé.

Vážnější problém však je, že i tyto peníze jsou pro firmy nedostupné a to z mnoha příčin. Banky poté, kdy dříve lehkovážně poskytovaly úvěr téměř každému a dnes na to těžce doplácují, obrátily o sto osmdesát stupňů a půjčují málokomu. Česká ekonomika navíc neoplývá množstvím zdravých, perspektivních podniků, kterým by banky rády půjčovaly. Jak uvedl tiskový mluvčí České spořitelny Jiří Jirouše³², nových dobrých podnikatelských projektů je bohužel na domácím trhu citelný nedostatek, proto se o úvěrové expanzi ve vztahu k podnikové sféře dá zatím stěžít mluvit.

Jinou formou alternativního financování, která by mohla pomoci naší ekonomice je financování pomocí rizikového kapitálu, tzn. přímé investice do jmění firem prostřednictvím soustředěného investičního vkladu, specializovaných fondů rizikového kapitálu, které zaměřují svou pozornost na firmy, jejichž cenné papíry nejsou kótovány na veřejných kapitálových trzích. Mimo bezprostředního pokrytí finančních potřeb firmy přináší rizikový kapitál výhodu v podobě určité záruky, např. při žádosti firmy o úvěr.

³⁶ Kunert, J. České bankovníctví – určitě ne v roce nula. Finance a úvěr, Praha: 1999, čís. 6, str. 308

³⁷ Kříž, M. Banky hrají drahou kartou. Ekonom, Praha: 1999, čís. 3, str. 6

Mezi podnikateli je u nás povědomí o rizikovém kapitálu velmi malé, poněvadž je tento zdroj financování v začátcích. V západoevropských zemích se více než 10 let prosazují projekty financované fondy rizikového kapitálu, přesto zde rizikové investice představují jen 0,5 % podílu národního produktu.³⁸

Na finančním trhu v České republice v současnosti působí 19 fondů rizikového kapitálu, z nichž 9 fondů je členem České asociace rizikového kapitálu.

Tento rizikový kapitál může pomoci v oblasti financí malým a středním firmám, které v současnosti nemají šanci získat úvěr. V roce 1999 v rámci podpory malých a středních firem náš stát vyčlenil 200 mil. Kč na záruky pro investory rizikového kapitálu. Jedná se o záruky do výše 70 % kapitálového vstupu, přičemž na jeden uzavřený případ může investor dostat záruku (max. 5 let) ve výši max. 15 mil. Kč. Firmy mohou zažádat o tuto pomoc u Českomoravské záruční a rozvojové banky³⁸.

³⁸ Nehybová, M. Financování formou rizikového kapitálu. Sborník přednášek vědecké konference, Zlín: 23. a 24. 11. 1999, str. IV – 35

4. Možnosti a omezení finanční páky ve sklárnách Josefodol, Caesar Crystal Bohemiae, a. s.

4. 1 Charakteristika skláren Josefodol, Caesar Crystal Bohemiae, a. s.

Sklárny Josefodol vznikly na základě privatizačního projektu v roce 1994 a do obchodního rejstříku byly zapsány pod názvem: „Caesar Crystal, s.r.o., Sklárny Josefodol. Společnost tvořilo 5 společníků, z toho tři společníci vlastnili 30 % podniku a zbývající dva společníci vlastnili po 5 %.

Z důvodu zlepšení podmínek získávání úvěrů, dochází k přeměně skláren na akciovou společnost. Do této přeměny sklárny Josefodol měly majetek oceněn účetní hodnotou, která podhodnocovala jejich majetek, a proto dochází k přecenění majetku na tržní hodnotu.

31. prosince 1997 předala účetní jednotka Caesar Crystal, s.r.o. svůj majetek do nově vznikající akciové společnosti a 1. 12. 1997 dochází k prodeji daného majetku akciové společnosti.

Jediným zakladatelem (akcionářem) je Caesar Crystal, s.r.o. Základní jmění tvoří 74 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč.

Předmětem podnikání Caesar Crystal Bohemiae, a.s. je:

- výroba a zušlechťování sodnodraselného a olovnatého skla,
- broušení a leptání skla,
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje ,
- silniční motorová doprava nákladní – vnitrostátní a mezinárodní,
- činnost organizačních a ekonomických poradců.

4. 2 Struktura vlastního a cizího kapitálu skláren Josefodol

Rozložení vlastního a cizího kapitálu skláren Josefodol je zobrazeno v tab. č. 2. Je zde patrné, že mezi roky 1997 a 1998 došlo k velkému nárůstu pasiv (celkového kapitálu), a to z důvodu přeřinancování majetku a přeměny skláren Josefodol na akciovou společnost k 1. 1. 1998. K tomuto faktu bude přihlíženo v následujících analýzách daného podniku.

V roce 1995 a 1996 byl vlastní kapitál daného podniku záporný, a to jednak z důvodu špatného ocenění majetku, neboť majetek byl oceněn účetní hodnotou, která nevykazovala reálnou (tržní) hodnotu majetku. A jednak z důvodu ztrátové situace (do roku 1995 se promítla ztráta z roku 1994). V roce 1997 se podnik vymanil ze ztrátové situace a vlastní kapitál dosáhl kladné hodnoty.

Dlouhodobý cizí kapitál je tvořen pouze bankovními úvěry a krátkodobý cizí kapitál tvoří bankovní úvěry, závazky z obchodních styků a další závazky, které patří do skupiny B. III v rozvahovém výkaze.³⁹

Další výraznou položkou jsou rezervy, které sklárny vytváří na budoucí krytí případných rizik (rezervy na kursové ztráty) a na vymezené budoucí výdaje (generální opravy hmotného majetku, např. hutní pece). V roce 1995 činily zákonné rezervy 7 210 000 Kč, v roce 1996 zákonné rezervy činily pouze 4 232 000 Kč a v roce 1997 byly zákonné rezervy nulové. Tento klesající vývoj byl způsoben čerpáním zákonných rezerv na generální opravy a neúměrným vytvářením nových rezerv. V roce 1998 a 1999 došlo k vytvoření nové zákonné rezervy ve výši 8 000 000 Kč/rok a nedošlo k čerpání této rezervy.

³⁹ Opatření Federálního ministerstva financí č. j. V/20, 100/1992 ze dne 15. července 1992

Tab. č. 2: Struktura vlastního a cizího kapitálu skláren Josefodol (v tis. Kč)

Položky	1995	1996	1997	1998	1999
Pasiva	73 885	77 491	79 873	150 397	131 537
Vlastní kapitál	-2 536	-3 199	2 830	69 168	44 884
Základní jmění	400	1 200	1 200	74 000	74 000
Zisk / ztráta	2 766	-1 469	6 526	-2 820	-24 284
Dotace	0	0	0	0	0
Cizí kapitál*	76 421	80 690	77 043	81 229	86 653
Krát. cizí kapitál	18 541	32 831	43 152	42 183	37 314
Dlouh. cizí kapitál	48 949	41 791	32 834	29 450	27 348
Rezervy	7 217	4 232	0	8 079	16 010

zpracováno dle rozvah jednotlivých let

**cizí kapitál v sobě zahrnuje i přechodné účty pasiv*

Procentní rozložení vlastního a cizího majetku v jednotlivých letech je vyjádřeno v tab. č. 3. V roce 1995 a 1996 představoval cizí kapitál více než 100 % podíl celkového kapitálu, což znamená, že veškeré činnosti byly kryty cizích kapitálem, a to hlavně dlouhodobým cizím kapitálem, který představuje 66,25 % celkového kapitálu. V roce 1997 dochází k mírnému poklesu cizího kapitálu (tvoří 96,46 %), a to z důvodu vytvoření zisku v tomto roce, který tvořil 8,17 % celkového kapitálu. V roce 1998 došlo k růstu vlastního kapitálu (tvořil 46 % celkového kapitálu), a to z důvodu přeměny skláren na akciovou společnost a zvýšením základního jmění na 74 000 000 Kč (základní jmění představuje 49,2 % celkového kapitálu). V roce 1999 vlastní kapitál klesl na úroveň 34,12 % celkového kapitálu, neboť ztráta v tomto roce činila 18,46 % celkového kapitálu, což je velmi mnoho.

Tab. č. 3: Vertikální analýza vlastního a cizího kapitálu v letech 1995 – 1999 (v %)

Položky	1995	1996	1997	1998	1999
Pasiva	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	-3,43	-4,13	3,54	46,00	34,12
Základní jmění	0,54	1,55	1,50	49,20	56,26
Zisk / ztráta	3,74	-1,90	8,17	-1,88	-18,46
Dotace	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cizí kapitál	103,43	104,13	96,46	54,00	65,88
Krát. cizí kapitál	25,09	42,37	54,03	28,05	28,37
Dlouh. cizí kapitál	66,25	53,93	41,11	19,58	20,79
Rezervy	9,77	5,46	0,00	5,37	12,17

zpracováno dle rozvah jednotlivých let

Horizontální analýza vlastního a cizího kapitálu v tab. č. 4 nám ukazuje průběžný vývoj sledovaných položek rozvahy během daného období. Záporná hodnota vlastního kapitálu se mezi roky 1995 a 1996 znovu prohloubila, a to o 4,88 %, i když dochází k navýšení základního jmění o 200 %. Toto prohloubení bylo způsobeno tím, že daný podnik vykazoval v roce 1996 ztrátu. Mezi roky 1996 a 1997 došlo k růstu vlastního kapitálu o 188,47 % (podnik se dostal ze záporných hodnot vlastního kapitálu). Tento pozitivní vývoj byl způsoben vykázáním zisk v tomto roce. Mezi roky 1997 a 1998 je těžké srovnávat vývoj vlastního kapitálu, neboť došlo k přefinancování majetku. Během let 1998 a 1999 došlo k opětovnému snížení vlastního kapitálu (o 35,11 %), a to znovu z důvodu dosti velké ztráty. Celkově lze říci, že během sledovaného období je vlastní kapitál velice proměnlivý a závislý na ziskové /ztrátové situaci podniku.

Cizí kapitál vzrostl o 5,59 % mezi roky 1995 a 1996, došlo k růstu krátkodobého cizího kapitálu (o 77,07 %) a k poklesu dlouhodobého cizího kapitálu (o 14,62 %). Stejný vývoj krátkodobého a dlouhodobého cizího kapitálu byl i mezi roky 1996 a 1997, jen celkově cizí kapitál klesl o 4,52 % a to z důvodu úplného vyčerpání rezerv roce 1997. Mezi roky 1997 a 1998 došlo k opětovnému navýšení cizího kapitálu, neboť sklárny vytvořily nové rezervy. Mezi těmito roky došlo ke snížení krátkodobého cizího kapitálu o 2,25 %. Během let 1998 a 1999 zůstává stejný vývoj jako v předešlém srovnání. Cizí kapitál znovu rostl, tentokrát o 6,68 %, a to z důvodu navýšení rezerv o 98,17 %. Celkově lze konstatovat, že se sklárny snaží cizí prostředky snižovat (hlavně dlouhodobé cizí prostředky) a vytvářet si rezervy na budoucí vymezené výdaje.

Celkový kapitál má rostoucí vývoj během sledovaného období až mezi roky 1998 a 1999 došlo k jeho poklesu a to o 12,54 %. Tento pokles byl způsobem ze strany pasiv vykázáním ztráty v roce 1999 ve výši 24 284 000 Kč.

Tab. č. 4: Horizontální analýza vlastního a cizího kapitálu v letech 1995 – 1999

Položky	1996 – 1995		1997-1996		1998-1997		1999-1998	
	absolutní rozdíl	relativní přírůstek	absolutní rozdíl	relativní přírůstek	absolutní rozdíl	relativní přírůstek	absolutní rozdíl	relativní přírůstek
	$(y_i - y_{i-1})$	$[(y_i/y_{i-1})-1] \cdot 100$	$(y_i - y_{i-1})$	$[(y_i/y_{i-1})-1] \cdot 100$	$(y_i - y_{i-1})$	$[(y_i/y_{i-1})-1] \cdot 100$	$(y_i - y_{i-1})$	$[(y_i/y_{i-1})-1] \cdot 100$
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Pasiva	3 606	4,88	2 382	3,07	70 524	88,30	-18 860	-12,54
VK	-663	26,14	6 029	188,47 ^{*2}	66 338 ^{*1}	2 344,10	-24 284	-35,11
ZJ	800	200,00	0	0,00	72 800 ^{*1}	6 066,67	0	0,00
Zisk/ztráta	-4 235	-153,11	7 995	544,25 ^{*2}	-9 346	-143,21	-21 464	761,13
Dotace	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
CK	4 269	5,59	-3 647	-4,52	4 186	5,43	5 424	6,68
KCK	14 290	77,07	10 321	31,44	-969	-2,25	-4 869	-11,54
DCK	-7 158	-14,62	-8 957	-21,43	-3 384	-10,31	-2 102	-7,14
Rezervy	-2 985	-41,36	-4 232	-100,00	8 079	-	7 931	98,17

zpracováno dle rozvah jednotlivých let

^{*1}tento velký nárůst byl způsoben již zmíněným přeceněním majetku mezi roky 1996 a 1997 a přeměny skláren na akciovou společnost

^{*2}tento velký procentní nárůst byl způsoben vymaněním se ze záporného vlastního kapitálu a ze ztrátové situace

Vysvětlivky: VK ... vlastní kapitál,

ZJ ... základní jmění,

CK ... cizí kapitál,

KCK ... krátkodobý cizí kapitál,

DCK ... dlouhodobý cizí kapitál.

4. 2. 1 Analýza zisku ve sklárnách Josefodol

Zisk se během sledovaného období vyvíjel velice proměnlivě a byl výrazně ovlivněn nákladovými úroky z bankovních úvěrů.

Průběh zisku v roce 1995:

Čistý zisk (EAT) = výnosy – náklady = 108 403 000 – 105 637 000 = 2 766 000 Kč

Zisk před zdaněním (EBT) = výnosy – náklady + daň z příjmů = 108 403 000 – 105 637 000 + 0 = 2 766 000 Kč

Zisk před zdaněním a úroky (EBIT) = výnosy – náklady + daň z příjmů + úroky = 108 403 000 – 105 637 000 + 0 + 8 827 000 = 11 593 000 Kč

Zisk před zdaněním, úroky a odpisy (EBDIT) = výnosy – náklady + daň z příjmů + úroky + odpisy = 108 403 000 – 105 637 000 + 0 + 8 827 000 + 3 371 000 = 14 964 000 Kč

Průběh zisku v roce 1996:

$$\text{EAT} = 123\,016\,000 - 124\,485\,000 = -1\,469\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBT} = -1\,469\,000 + 0 = -1\,469\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBIT} = -1\,469\,000 + 9\,901\,000 = 8\,432\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBDIT} = 8\,432\,000 + 5\,062\,000 = 13\,494\,000 \text{ Kč}$$

Průběh zisku v roce 1997:

$$\text{EAT} = 126\,618\,000 - 120\,092\,000 = 6\,526\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBT} = 6\,526\,000 + 0 = 6\,526\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBIT} = 6\,526\,000 + 8\,865\,000 = 15\,391\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBDIT} = 15\,391\,000 + 3\,015\,000 = 18\,406\,000 \text{ Kč}$$

Průběh zisku v roce 1998:

$$\text{EAT} = 136\,407\,000 - 139\,227\,000 = -2820\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBT} = -2820\,000 + 124\,000 = -2\,696\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBIT} = -2\,696\,000 + 8\,988\,000 = 6\,292\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBDIT} = 6\,292\,000 + 6\,400\,000 = 12\,692\,000 \text{ Kč}$$

Průběh zisku v roce 1999:

$$\text{EAT} = 118\,111\,000 - 142\,395\,000 = -24\,284\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBT} = -24\,284\,000 + 0 = -24\,284\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBIT} = -24\,284\,000 + 6\,988\,000 = -17\,296\,000 \text{ Kč}$$

$$\text{EBDIT} = -17\,296\,000 + 7\,656\,000 = -9\,640\,000 \text{ Kč}$$

Čistého zisku dosahuje podnik pouze ve dvou letech, a to v roce 1995 a 1997, v ostatních letech podnik vykazuje ztráty. To znamená, že akcionáři nezhodnocují svůj kapitál, který vložili do tohoto podniku (nedochází k výplatě dividend). Tato situace je způsobena vysokým zadlužením daného podniku, neboť v případě eliminace úroků se podnik dostává do kladných hodnot zisku. V roce 1999 je situace z hlediska ziskovosti podniku nejhorší, neboť i při eliminaci úroků podnik nedosáhl kladné hodnoty zisku.

Při analýze výnosů a nákladů během sledovaného období je patrné, že výnosy mají rostoucí charakter, který se pomalu zbrzdňuje, až vyústil hlubokým propadem v roce 1999, z důvodu snížení celkových výkonů podniku o 18 739 000 Kč oproti roku 1998. Na druhé straně náklady měly během sledovaného období proměnlivý vývoj. Mezi roky 1995 a 1996

došlo k růstu nákladů, který převýšil růst výnosů. Tento růst nákladů byl způsoben čerpáním rezerv a zvýšením výkonové spotřeby. Mezi roky 1996 a 1997 došlo k poklesu nákladů, který vystřídal nárůst nákladů mezi roky 1997 a 1998, a byl znovu větší než růst výnosů. Náklady vzrostly z důvodu tvorby rezerv na generální opravy ve výši 8 000 000 Kč a z důvodu navýšení spotřeby materiálu a energie, osobních nákladů a odpisů. Mezi roky 1998 a 1999 došlo k opětovnému navýšení nákladů při propadu výnosů. Náklady vzrostly z důvodu tvorby rezerv (znovu ve výši 8 000 000 Kč), dále z důvodu doúčtování zůstatkové ceny prodaného investičního majetku.⁴⁰

4. 3 Nákladovost kapitálu sklárny Josefodol

Při výpočtu nákladovosti se vychází ze vztahu uvedeného na str. 24 této práce:

$$WACC = \left(k_c * \frac{CK}{CK + VK} + k_v * \frac{VK}{CK + VK} \right) * K,$$

$$\text{kde koeficient nákladovosti cizího kapitálu } (k_c) = \frac{\sum(u_i * CK_{\text{úročný}})}{CK}$$

Do čitatele k_c se dosazují úroky, které podnik za daný úročný cizí kapitál zaplatil v daném roce. Tato částka je uvedena ve výkazu zisku a ztrát pod názvem „nákladové úroky“.

Koeficient nákladovosti vlastního kapitálu (k_v) = ROA + Δ ROA, neboli očekávané zhodnocení vlastního kapitálu.

Při vložení vlastního kapitálu do podnikání je očekáváno alespoň takové zhodnocení, které by bylo získáno při vložení těchto prostředků na některý z termínovaných účtů u bank, které působí na našem trhu.

⁴⁰ viz přílohy č. 2 – 6: výkaz zisku a ztrát za sledované období 1995 - 1999

Proto při výpočtu nákladovosti kapitálu je uvažováno zhodnocení vlastního kapitálu alespoň v takové výši, která se rovná úrokové míře termínovaných vkladů v jednotlivých letech.

Výpočet nákladovosti kapitálu skláren Josefodol:

Rok 1995:

$$k_c = \frac{8\,827\,000}{76\,421\,000} * (1 - 0,41) = 0,068$$

$$k_v = 0,085$$

$$WACC = (0,068 * \frac{76\,421\,000}{73\,885\,000} + 0,085 * \frac{-2\,536\,000}{73\,885\,000}) * 73\,885\,000 = 4\,981\,068 \text{ Kč}$$

Rok 1996:

$$k_c = \frac{9\,901\,000}{80\,690\,000} * (1 - 0,39) = 0,075$$

$$k_v = 0,085$$

$$WACC = (0,075 * \frac{80\,690\,000}{77\,491\,000} + 0,085 * \frac{-3\,199\,000}{77\,491\,000}) * 77\,491\,000 = 5\,779\,835 \text{ Kč}$$

⁴¹ Záporný vlastní kapitál snižuje nákladovost kapitálu, protože vlastníci získávají při absenci vlastního kapitálu, neboť platí, že náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší, než náklady na cizí kapitál a to z důvodu: - riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele a placené úroky z úvěru, jsou součástí podnikových nákladů.

Rok 1997:

$$k_c = \frac{8\,865\,000}{77\,043\,000} * (1 - 0,35) = 0,075$$

$$k_v = 0,08$$

$$WACC = (0,075 * \frac{77\,043\,000}{79\,873\,000} + 0,08 * \frac{2\,830\,000}{79\,873\,000}) * 79\,873\,000 = \mathbf{6\,004\,625\,Kč}$$

Rok 1998:

$$k_c = \frac{8\,988\,000}{81\,229\,000} * (1 - 0,35) = 0,072$$

$$k_v = 0,08$$

$$WACC = (0,072 * \frac{81\,229\,000}{150\,397\,000} + 0,08 * \frac{69\,168\,000}{150\,397\,000}) * 150\,397\,000 = \mathbf{11\,381\,928\,Kč}$$

Rok 1999:

$$k_c = \frac{6\,988\,000}{86\,653\,000} * (1 - 0,35) = 0,052$$

$$k_v = 0,075$$

$$WACC = (0,052 * \frac{86\,653\,000}{131\,537\,000} + 0,075 * \frac{44\,884\,000}{131\,537\,000}) * 131\,537\,000 = \mathbf{7\,872\,256\,Kč}$$

Tab. č. 5: Přehled nákladovosti kapitálu v letech 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
N _{CK}	5 196 628	6 051 750	5 778 225	5 848 488	4 505 956
N _{VK}	-215 560	- 271 915	226 400	5 533 440	3 366 300
WACC	4 981 068	5 779 835	6 004 625	11 381 928	7 872 256

Optimální rozložení vlastního a cizího kapitálu je při minimálních nákladech na celkový kapitál. Z tabulky č. 5 je patrné, že minimální náklady na celkový kapitál podnik dosahoval v roce 1995 při záporné hodnotě vlastního kapitálu. Při kladné hodnotě vlastního kapitálu bylo optimální rozložení kapitálu v roce 1997, kde cizí kapitál tvořil 95,14 % a vlastní kapitál tvořil 3,54 %. Nejvyšší náklady na kapitál dosahuje podnik v roce 1998, kde byl poměr vlastního a cizího kapitálu skoro stejný – cizí kapitál tvořil 53 % celkového kapitálu a vlastní kapitál dosahoval 46 % celkového kapitálu. V roce 1999 dochází k poklesu nákladů na celkový kapitál a to z důvodu navýšení cizího kapitálu, který v tomto roce dosahoval 61,33 % celkového kapitálu a vlastní kapitál dosahoval 34,12 % celkového kapitálu.⁴²

Z tohoto vývoje během sledované období by bylo možné konstatovat, že z hlediska nákladovosti kapitálu je pro podnik, v českých podmínkách 90. let, příznivější takové rozložení cizího a vlastního kapitálu, kdy cizí kapitál převyšuje vlastní kapitál. Nyní finanční strukturu zhodnotíme pomocí ukazatelů zadluženosti.

⁴² Potvrzuje se zde skutečnost, že na začátku 90. let bankovní úvěry suplovaly chybějící kapitál. Banky půjčovaly bez ohledu na podnikatelský záměr a bez preferencí žadatelů o úvěr o svém dosavadním podnikání, a tím bankovní úvěry nabyly charakteru rizikového kapitálu vkládaného do podniků. S růstem rizika návratnosti bankovních úvěrů, z důvodu přílišného zadlužení podniků, banky nezvyšovaly úrokové míry a dále podnikům poskytovaly další úvěry bez ohledu na aktuální situaci těchto podniků. Koncem 90. let se situace obrátila o 180⁰ a banky půjčují jen málokomu.

4. 4 Optimalizace finanční struktury podle ukazatelů zadluženosti ve sklárně Josefodol

Ukazatel celkové zadluženosti (ukazatel věřitelského rizika): $C_Z = \frac{CK}{K}$

Výpočet celkové zadluženosti:

$$\text{Rok 1995: } C_Z = \frac{76\,421\,000}{73\,885\,000} = 1,034$$

$$\text{Rok 1996: } C_Z = \frac{80\,690\,000}{77\,491\,000} = 1,041$$

$$\text{Rok 1997: } C_Z = \frac{77\,043\,000}{79\,873\,000} = 0,965$$

$$\text{Rok 1998: } C_Z = \frac{81\,229\,000}{150\,397\,000} = 0,540$$

$$\text{Rok 1999: } C_Z = \frac{86\,653\,000}{131\,537\,000} = 0,659$$

Tab. č. 6: Přehled ukazatele celkové zadluženosti za sledované období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel celkové zadluženosti	1,034	1,041	0,965	0,540	0,659

V prvních dvou sledovaných letech (v roce 1995 a 1996) přesahuje cizí kapitál celkový kapitál. V roce 1995 o 3,4 % a v roce 1996 o 4,1 %. Z těchto výsledků je pro věřitele velice rizikové vkládat svůj kapitál do tohoto podniku. V roce 1997 dochází k mírnému poklesu tohoto ukazatele, kdy došlo k převýšení celkového kapitálu nad cizí kapitál, ale stále je zde věřitelské riziko vysoké. Ke zlomu dochází v roce 1998, kdy se tento ukazatel dostává do standardního intervalu (0,3 – 0,7). Tento pozitivní vývoj lze

připisovat změnám, které v tomto roce nastaly (přeřinancování majetku a přeměna skláren na akciovou společnost). V roce 1999 dochází k mírnému nárůstu, ale stále se tento ukazatel pohybuje v intervalu, kde věřitelské riziko je ve standardním intervalu.

$$\text{Ukazatel hodnocení finanční nezávislosti: } F_N = \frac{VK}{K}$$

Výpočet ukazatel finanční nezávislosti:

$$\text{Rok 1995: } F_N = \frac{-2\,536\,000}{73\,885\,000} = -0,034$$

$$\text{Rok 1996: } F_N = \frac{-3\,199\,000}{77\,491\,000} = -0,041$$

$$\text{Rok 1997: } F_N = \frac{2\,830\,000}{79\,873\,000} = 0,035$$

$$\text{Rok 1998: } F_N = \frac{69\,168\,000}{150\,397\,000} = 0,46$$

$$\text{Rok 1999: } F_N = \frac{44\,884\,000}{131\,537\,000} = 0,341$$

Tab. č. 7: Přehled ukazatele finanční nezávislosti za sledované období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel finanční nezávislosti	-0,034	-0,041	0,035	0,46	0,341

V letech 1995 – 1997 byly sklárny velice finančně závislé na cizím kapitálu. V prvních dvou letech (1995 a 1996) byla situace velmi vážná, neboť podnik dosahoval záporných hodnot vlastního kapitálu. I když v roce 1997 byl vlastní kapitál kladný, pohybuje se tento ukazatel na nízké hodnotě. V letech 1998 a 1999, kdy sklárny hospodaří

jako akciová společnost, se tento ukazatel dostává do standardních hodnot (0,3-0,7) a můžeme říci, že jsou mírně finančně nezávislé.

$$\text{Ukazatel kapitálové přiměřenosti: } K_p = \frac{\text{VK}}{\text{FA}}$$

Výpočet ukazatele kapitálové přiměřenosti:

$$\text{Rok 1995: } K_p = \frac{-2\,536\,000}{27\,364\,000} = -0,093$$

$$\text{Rok 1996: } K_p = \frac{-3\,199\,000}{27\,347\,000} = -0,117$$

$$\text{Rok 1997: } K_p = \frac{2\,830\,000}{15\,607\,000} = 0,181$$

$$\text{Rok 1998: } K_p = \frac{69\,168\,000}{79\,773\,000} = 0,867$$

$$\text{Rok 1999: } K_p = \frac{44\,884\,000}{70\,512\,000} = 0,637$$

Tab. č. 8: Přehled ukazatele kapitálové přiměřenosti za sledované období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel kapitálové přiměřenosti	-0,093	-0,117	0,181	0,867	0,637

Z vypočtených hodnot tohoto ukazatele je patrné, že fixní aktiva v letech 1995 a 1996 byla kryta pouze z cizích zdrojů, neboť vlastní kapitál dosahoval záporných hodnot. V roce 1997 se do krytí fixních aktiv zapojil i vlastní kapitál, ale pouze 18 %. V letech 1998 a 1999 byla situace již příznivější, vlastní kapitál se na krytí fixních aktiv podílel 86,7 % v roce 1998 a 63,7 % v roce 1999. Celkově lze říci, že sklárny kryjí z vlastních

zdrojů pouze taková fixní aktiva, která jsou pro sklárny typická, jako např. pece nebo stroje na automatické broušení skla. Ostatní fixní aktiva jsou kryta dlouhodobým cizím kapitálem.

$$\text{Ukazatel úrokového krytí: } \dot{U}_K = \frac{\text{EBIT}}{\text{roční úroky}}$$

Výpočet ukazatele úrokového krytí:

$$\text{Rok 1995: } \dot{U}_K = \frac{11\,593\,000}{8\,827\,000} = 1,313$$

$$\text{Rok 1996: } \dot{U}_K = \frac{8\,432\,000}{9\,901\,000} = 0,852$$

$$\text{Rok 1997: } \dot{U}_K = \frac{15\,391\,000}{8\,865\,000} = 1,736$$

$$\text{Rok 1998: } \dot{U}_K = \frac{6\,292\,000}{8\,988\,000} = 0,70$$

$$\text{Rok 1999: } \dot{U}_K = \frac{-17\,296\,000}{6\,988\,000} = -2,475$$

Tab. č. 9: Přehled ukazatele úrokového krytí za sledované období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel úrokového krytí	1,313	0,852	1,736	0,70	-2,475

Pouze v roce 1995 a 1997 byl EBIT (zisk před zdaněním + úroky) větší než úroky. V roce 1995 EBIT převyšoval roční úroky o 31,3 % a v roce 1997 o 73,6 %. To znamená, že EBIT pokryl nejenom roční úroky, ale i potřeby akcionářů. V roce 1996 a 1998 byla situace opačná. V těchto dvou letech roční úroky převyšovaly vyprodukovaný zisk (EBIT). Z této situace vyplývá, že roční úroky byly hrazeny nejen ze zisku (EBIT), ale i z jiných

zdrojů (vlastních nebo cizích). V roce 1999 byla situace nejhorší, neboť ukazatel dosáhl záporné hodnoty. Příčinnou byla vysoká ztráta v tomto roce způsobená značným navýšením rezerv na generální opravy investičního majetku.

Při tomto špatném vývoji ukazatele úrokového krytí je dobré vypočítat inverzní ukazatel k tomuto ukazateli. Tento ukazatel se nazývá míra zatížení zisku úroky (Zú) a vychází z následujícího vztahu:

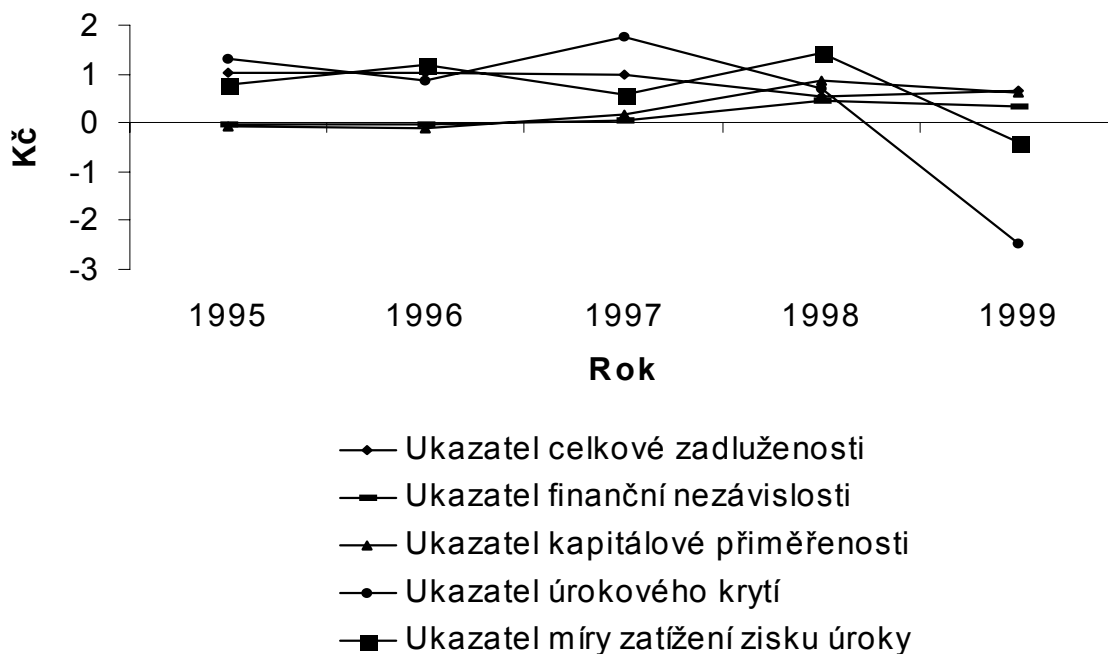
$$Zú = \text{úroky} / \text{EBIT}$$

Jednotlivé hodnoty tohoto ukazatele jsou vyjádřeny v tabulce č. 10. V roce 1995 byl zisk před zdaněním a úroky zatížen úroky ze 76,10 %, v následujícím roce došlo k nárůstu tohoto zatížení na 117,4 %. I když v roce 1997 došlo k poklesu tohoto zatížení, stále se toto zatížení pohybuje nad 50 %. V roce 1998 se zatížení dostalo až na 142,8 %, což je velice špatná bilance daného podniku a v roce 1999 je hodnota tohoto ukazatele záporná, neboť v tomto roce dosáhl zisk před zdaněním a úroky záporné hodnoty.

Tab. č. 10: Přehled ukazatele míry zatížení zisku úroky za sledované období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel míry zatížení zisku úroky	0,761	1,174	0,576	1,428	-0,404

Při shrnutí všech ukazatelů lze říci, že jsou sklárny z větší části financované z cizího kapitálu a to jak z krátkodobého, tak dlouhodobého. Cizí kapitál kryje nejenom stálá aktiva, ale i oběžná aktiva (krátkodobý majetek). Roční úroky z cizího kapitálu jsou dosti vysoké, vyprodukovaný zisk (EBIT) tuto částku velmi těžko pokrývá a je velice zatížen těmito úroky. Průběh jednotlivých ukazatelů je zobrazen na grafu č.1.



Graf č. 1: Přehled ukazatelů financování

4. 5 Vliv finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu ve sklárnách Josefodol

Finanční páka je jedním z komponentů rentability vlastního kapitálu a tím ovlivňuje (pozitivně nebo negativně) hodnotu ukazatele rentability vlastního kapitálu.

Při výpočtu ukazatele rentability vlastního kapitálu (ROE) bylo vycházeno ze zisku před zdaněním a úroky (to znamená, že ze zisku bylo eliminováno daňové zatížení a nákladové úroky), neboť tyto nákladové úroky jsou během sledovaného období tak vysoké, že ve většině let daný podnik dosahuje záporného čistého zisku.

Výpočet:

Rok 1995:

$$\text{ROE} = \text{EBIT} / \text{VK} = 11\,593\,000 / -2\,536\,000 = -4,571$$

$$\text{Finanční páka (FL)} = K / \text{VK} = 73\,885\,000 / -2\,536\,000 = -29,134$$

$$\text{Zisková marže (Z}_M\text{)} = \text{EBIT} / \text{T} = 11\,593\,000 / 108\,403\,000 = 0,107$$

$$\text{Obrat aktiv (O}_A\text{)} = \text{T} / \text{K} = 108\,403\,000 / 73\,885\,000 = 1,467$$

$$\text{ROA} = \text{Z}_M * \text{O}_A = 0,107 * 1,467 = 0,157$$

Rok 1996:

$$\text{ROE} = 8\,432\,000 / -3\,199\,000 = -2,636$$

$$\text{FL} = 77\,491\,000 / -3\,199\,000 = -24,224$$

$$\text{Z}_M = 8\,432\,000 / 123\,016\,000 = 0,069$$

$$\text{O}_A = 123\,016\,000 / 77\,491\,000 = 1,587$$

$$\text{ROA} = 0,069 * 1,587 = 0,109$$

Rok 1997:

$$\text{ROE} = 15\,391\,000 / 2\,830\,000 = 5,439$$

$$\text{FL} = 79\,873\,000 / 2\,830\,000 = 28,224$$

$$\text{Z}_M = 15\,391\,000 / 126\,618\,000 = 0,122$$

$$\text{O}_A = 126\,618\,000 / 79\,873\,000 = 1,585$$

$$\text{ROA} = 0,122 * 1,585 = 0,193$$

Rok 1998:

$$\text{ROE} = 6\,292\,000 / 69\,168\,000 = 0,091$$

$$\text{FL} = 150\,397\,000 / 69\,168\,000 = 2,174$$

$$\text{Z}_M = 6\,292\,000 / 136\,407\,000 = 0,046$$

$$\text{O}_A = 136\,407\,000 / 150\,397\,000 = 0,907$$

$$\text{ROA} = 0,046 * 0,907 = 0,042$$

Rok 1999:

$$\text{ROE} = -17\,296\,000 / 44\,884\,000 = -0,385$$

$$\text{FL} = 131\,537\,000 / 44\,884\,000 = 2,931$$

$$\text{Z}_M = -17\,296\,000 / 118\,111\,000 = -0,146$$

$$\text{O}_A = 118\,111\,000 / 131\,537\,000 = 0,898$$

$$\text{ROA} = -0,146 * 0,898 = -0,131$$

Tab. č. 11: Přehled rozkladu ukazatele ROE na bázi EBIT ve sledovaném období 1995 – 1999 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel rentability VK	-4,571	-2,636	5,439	0,091	-0,385
Zisková marže	0,107	0,069	0,122	0,046	-0,146
Obrat aktiv	1,467	1,587	1,585	0,907	0,898
Finanční páka	-29,13	-24,22	28,224	2,174	2,931
Ukazatel rentability kapitálu	0,157	0,109	0,193	0,042	-0,131

Pro zjištění v jaké míře finanční páka působí na ukazatel rentability vlastního kapitálu daného podniku, se vychází ze vztahu, který byl odvozen na straně 36 této práce.

$$FL' = (ROA - u) * \frac{CK}{VK}$$

Úroková míra byla získána ze vztahu mezi úročeným cizím kapitálem (krátkodobým i dlouhodobým) na konci daného roku a nákladovými úroky daného roku.

Výpočet:

Rok 1995:

Úročený cizí kapitál: 54 949 000 Kč z toho úrok: 8 827 000 Kč – úroková míra (u) = 16,064 %.

$$FL' = (0,157 - 0,16064) * (75\,600\,000 / -2\,536\,000) = -0,004 * (-29,811) = 0,119$$

Rok 1996:

Úročený cizí kapitál: 56 291 000 Kč z toho úrok: 9 901 000 Kč – u' = 17,590 %.

$$FL' = (0,109 - 0,17590) * (80\,690\,000 / -3\,199\,000) = -0,067 * (-25,224) = 1,690$$

Rok 1997:

Úročený cizí kapitál: 47 834 000 Kč z toho úrok: 8 865 000 Kč – u' = 18,533 %.

$$FL' = (0,193 - 0,18533) * (77\,043\,000 / 2\,830\,000) = 0,008 * 27,224 = 0,218$$

Rok 1998:

Úročený cizí kapitál: 44 850 000 Kč z toho úrok: 8 988 000 Kč – u' = 20,040 %.

$$FL' = (0,042 - 0,2004) * (81\,229\,000 / 69\,168\,000) = -0,158 * 1,174 = -0,185$$

Rok 1999:

Úročený cizí kapitál: 42 348 000 Kč, z toho úrok: 6 988 000 Kč – $u' = 16,501 \%$

$FL' = (-0,131 - 0,16501) * (86\,653\,000 / 44\,884\,000) = -0,296 * 1,931 = -0,572$

Rentabilita vlastního kapitálu se v daném podniku vyvíjela velice proměnlivě během sledovaného období. Na tomto vývoji měl velký podíl proměnlivý vývoj vlastního kapitálu a zisku. V roce 1995 a 1996 dosahovala rentabilita vlastního kapitálu záporných hodnot z příčiny záporného vlastního kapitálu, který byl záporný z důvodu vysoké ztrátovosti, která dosáhla větších hodnot než základní jmění daného podniku. To znamená, že daný podnik byl v těchto letech nerentabilní z hlediska vlastního kapitálu. Při rozkladu rentability vlastního kapitálu je patrné, že daný ukazatel záporně ovlivnila finanční páka, která dosahovala záporných hodnot a tudíž tato finanční páka působila negativně. O tom přesvědčil i výpočet míry působení finanční páky, neboť úroková míra z úročeného cizího kapitálu byla větší než rentabilita celkového kapitálu, a to jak v roce 1995, tak i v roce 1996. Ukazatelé ziskové marže a obratu aktiv ovlivnily rentabilitu vlastního kapitálu docela pozitivně, neboť v roce 1995 byla ziskovost tržeb 10 % a 1 Kč celkového kapitálu vyprodukovala 1,467 Kč tržeb, neboli vložený kapitál do podnikání se danému podniku vrátil 1,467krát. V roce 1996 se ziskovost tržeb snížila na 6,9 % a 1 Kč celkového kapitálu vyprodukovala 1,587 Kč tržeb, což znamená, že obratovost kapitálu se zvýšila. Z vývoje ziskové marže a obratu aktiv je patrné, že celkový kapitál byl rentabilní. V roce 1995 byla rentabilita celkového kapitálu 15,7 % a v roce 1996 se snížila na hodnotu 10,9 %.

V roce 1997 rentabilita vlastního kapitálu dosáhla vysoké hodnoty. 1 Kč vlastního kapitálu vyprodukovala 5,439 Kč zisku před zdaněním a úroky. Tato hodnota byla ovlivněna vysokou finanční pákou, která dosáhla hodnoty 28,224 Kč. To znamená, že v daném podniku je vysoký podíl cizích zdrojů, které vedou k vysoké rentabilitě vlastního kapitálu a k vysoké míře zadluženosti vlastního kapitálu. Tato míra zadluženosti přispěla k růstu finanční páky, která působí v roce 1997 v daném podniku pozitivně, neboť rentabilita celkového kapitálu je větší než úroková míra z úročeného cizího kapitálu. Ale takto vysoká finanční páka se může „zlomit“ a začít působit opačně a přivést daný podnik k bankrotu. Ziskovost tržeb se v důsledku vysokého zisku zvýšila oproti roku 1996 na 12,2 % (1 Kč tržeb vyprodukovala 0,122 Kč zisku). Obrat aktiv zůstal v roce 1997 na stejné

hodnotě jako v roce 1996 (1 Kč kapitálu vyprodukovala 1,585 Kč tržeb). Z důvodu zvýšení ziskové marže a stagnace obratu aktiv se rentabilita celkového kapitálu dostala na hodnotu 19,3 %.

V roce 1998 došlo k obrovskému propadu rentability vlastního kapitálu oproti roku 1997. V tomto roce rentabilita vlastního kapitálu dosáhla 9,1 %, a to z důvodu nízkého zisku před zdaněním a úroky při zvýšení vlastního kapitálu. Vlastní kapitál se zvýšil navýšením základního jmění, neboť v tomto roce sklárny začaly hospodařit jako akciová společnost. Navýšení vlastního kapitálu ovlivnilo i finanční páku, která se dostává na hodnotu 2,174 Kč, neboť snížení míry zadluženosti vlastního kapitálu, snižuje finanční páku. V tomto roce se znovu působení finanční páky dostává do negativní úrovně, neboť úroková míra z úročeného cizího kapitálu převyšuje rentabilitu celkového kapitálu. To znamená, že daný podnik navýšením základního jmění přispěl k větší stabilitě podniku, ale snížil zhodnocení úročeného cizího kapitálu, neboť podnik nezhodnotil další korunu dluhu více, než činila úroková míra z úročeného cizího kapitálu. Na nízké hodnotě rentability vlastního kapitálu se podílela i zisková marže a obrat aktiv. Ziskovost tržeb se propadla na hodnotu 4,6 % a ukazatel obratu aktiv v tomto roce působil negativně, neboť kapitál vložený do tržeb se ani jedenkrát nevrátil podniku zpět (1 Kč vloženého kapitálu přinesla pouze 0,907 Kč tržeb). Tento negativní vývoj obratu aktiv a ziskové marže přispěl k propadu rentability celkového kapitálu, která byla v tomto roce pouze 4,2 %.

Rok 1999 je velice alarmující, neboť rentabilita vlastního kapitálu dosáhla v tomto roce záporné hodnoty a to z důvodu vysoké ztráty, která byla zapříčiněna tvorbou vysoké rezervy na generální opravy a snížením celkových výkonů podniku. I při eliminaci nákladových úroků je podnik ve ztrátové situaci. Ziskovost tržeb je také záporná a obrat aktiv se dále prohloubil, nyní 1 Kč kapitálu přinesla pouze 0,898 Kč tržeb. Finanční páka se mírně zvýšila navýšením cizích zdrojů, ale znovu působení negativně (opět jsou úroky z úročeného cizího kapitálu větší než rentabilita celkového kapitálu).

Z grafu č. 2, který vyjadřuje vše řečené graficky, je patrné, že finanční páka se během sledovaného období vyvíjela velice proměnlivě. Z vysokých záporných hodnot v letech 1995 a 1996, kdy cizí kapitál podniku převyšoval vlastní kapitál, a tudíž finanční

páka působila negativně, se dostala na vysokou kladnou hodnotu v roce 1997 a přispěla k vysoké rentabilitě vlastního kapitálu. Tento pozitivní vliv finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu se v roce 1998 zlomil a začal znovu působit negativně. Vše vyústilo v roce 1999, kdy zisk před zdaněním a úroky dosáhl záporné hodnoty z důvodu neschopnosti podniku zhodnotit další korunu dluhu více, než je úroková míra úvěru. Tato závislost rentability vlastního kapitálu na finanční páce je patrná i v tom, že křivka rentability vlastního kapitálu kopíruje křivku finanční páky (v menším rozmezí hodnot na ose y).

Při eliminaci rezerv ze zisku by situace ve sklárnách Josefodol v letech 1998 a 1999 vypadala takto:

Rok 1998:

$$\text{EBIT} + \text{rezervy} = 6\,292\,000 + 8\,000\,000 = 14\,292\,000$$

$$\text{ROE} = 14\,292\,000 / 69\,168\,000 = 0,207$$

$$\text{FL} = 150\,397\,000 / 69\,168\,000 = 2,174$$

$$\text{Z}_M = 14\,292\,000 / 136\,407\,000 = 0,105$$

$$\text{O}_A = 136\,407\,000 / 150\,397\,000 = 0,907$$

$$\text{ROA} = 0,105 * 0,907 = 0,095$$

$$\text{FL}' = (0,095 - 0,2004) * (81\,229\,000 / 69\,168\,000) = -0,105 * 1,174 = -0,124$$

Rok 1999:

$$\text{EBIT} + \text{rezervy} = -17\,296\,000 + 8\,000\,000 = -9\,296\,000$$

$$\text{ROE} = -9\,296\,000 / 44\,884\,000 = -0,207$$

$$\text{FL} = 131\,537\,000 / 44\,884\,000 = 2,931$$

$$\text{Z}_M = -9\,296\,000 / 118\,111\,000 = -0,079$$

$$\text{O}_A = 118\,111\,000 / 131\,537\,000 = 0,898$$

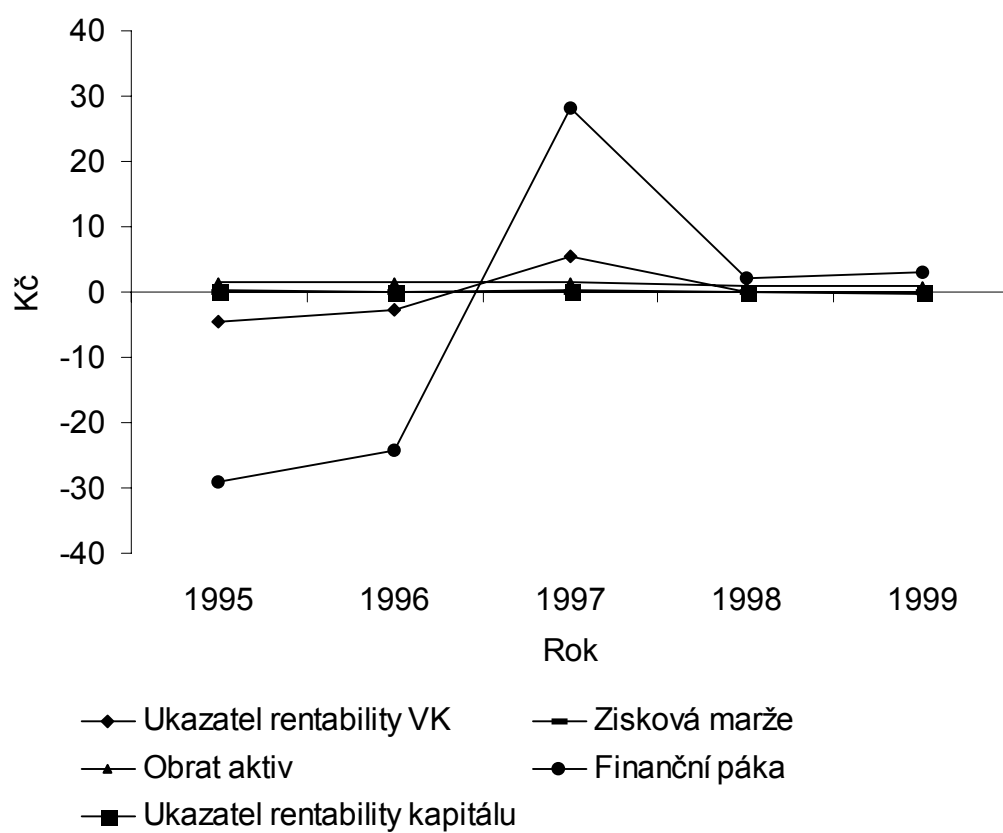
$$\text{ROA} = -0,079 * 0,898 = -0,071$$

$$\text{FL}' = (-0,071 - 0,16501) * (86\,653\,000 / 44\,884\,000) = -0,236 * 1,931 = -0,456$$

Eliminace rezerv přispěla ke zvýšení rentability vlastního kapitálu v roce 1998 na hodnotu 20,7 %, a to z důvodu navýšení ziskové marže (1 Kč tržeb vyprodukovala 0,105 Kč zisku), ale i při eliminaci rezerv nedošlo ke zlepšení působení finanční páky,

stále působí negativně, neboť úroková míra z úročeného cizího kapitálu převyšuje rentabilitu celkového kapitálu, což znamená, že podnik nezhodnotil další korunu dluhu více, než činila úroková míra z úročeného cizího kapitálu.

V roce 1999 ani eliminace rezerv nepřispěla k vymanění se ze ztrátové situace. To znamená, že sklárny Josefodol jsou i při eliminaci rezerv stále nerentabilní a finanční páka působí znovu negativně.



Graf č. 2: Přehled ukazatelů ovlivňujících rentabilitu vlastního kapitálu

4. 6 Rozklad finanční páky

Vývoj finanční páky je velice ovlivněn různými vlivy v podniku, proto je finanční páka rozkládána na poměrové ukazatele charakterizující horizontální a vertikální strukturu rozvahy.

Rozklad FL podle Grünwalda:

$$FL = 1 + (CK/VK)$$

$$(CK / VK) = (CK/OA) * (OA/KrZ) * (KrZ/DCK) * (DCK/VK)$$

za předpokladu:

$$K = VK + CK$$

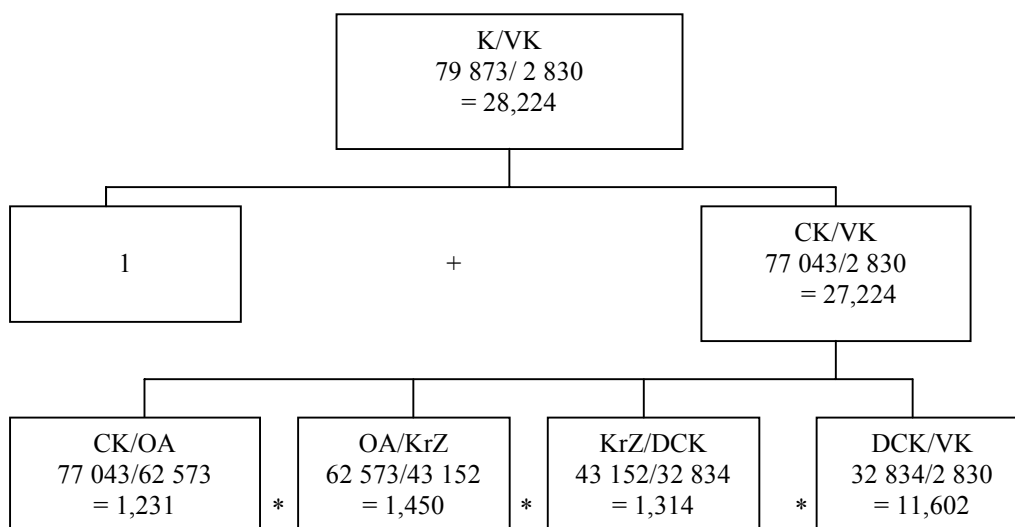
$$VK > 0$$

$$CK > 0$$

Výpočet:

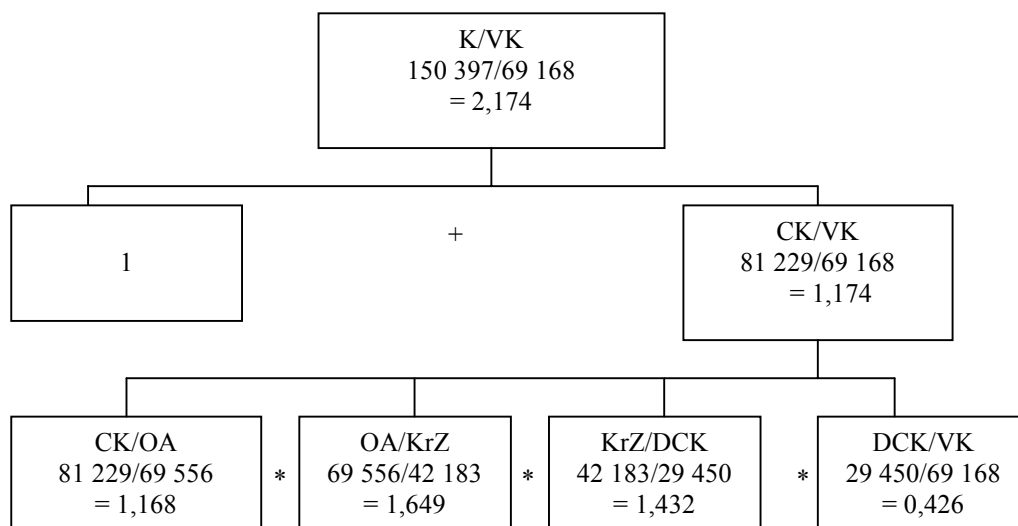
V roce 1995 a 1996 nebyly splněny předpoklady rozkladu finanční páky podle R. Grünwalda, neboť hodnota vlastního kapitálu byla v těchto letech záporná.

Rok 1997: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



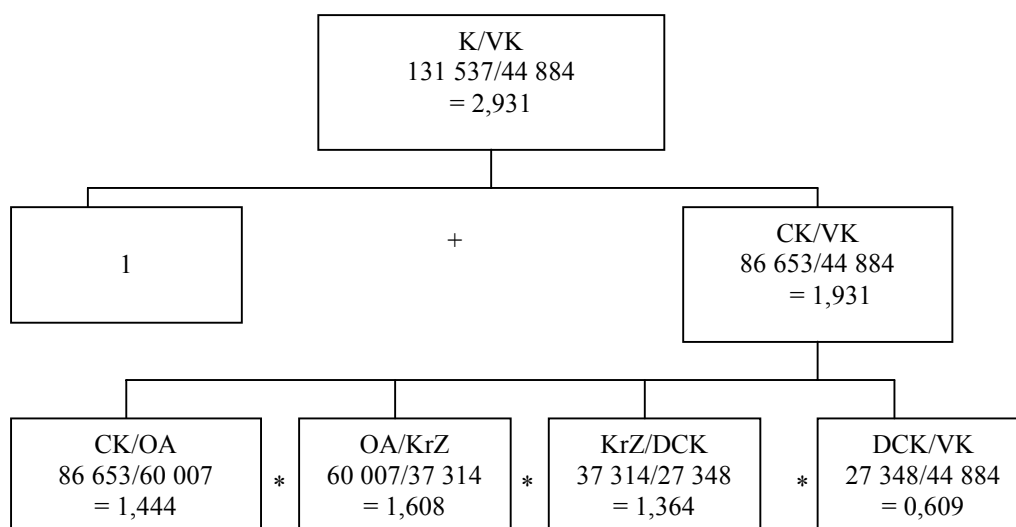
V roce 1997 se podnik dostal ze záporných hodnot vlastního kapitálu, ale poměr cizího a vlastního kapitálu je dosti vysoký. Na 1 Kč vlastního kapitálu se váže 27,224 Kč cizího kapitálu, to znamená, že daný podnik je velmi zadlužen. Poměr mezi cizím kapitálem a oběžnými aktivy ukazuje, že oběžná aktiva byla kryta cizím kapitálem, neboť na 1 Kč oběžných aktiv připadlo 1,231 Kč cizího kapitálu. Z cizího kapitálu převyšoval krátkodobý kapitál, neboť poměr krátkodobého a dlouhodobého cizího kapitálu v tomto roce dosáhl hodnoty větší než jedna, což znamená, že daný podnik je velice nestabilní, neboť krátkodobý cizí kapitál snadněji podléhá výkyvům a změnám, které v podniku mohou nastat. Vysoká hodnota krátkodobého cizího kapitálu ovlivnila negativně likviditu daného podniku, neboť se likvidita pohybuje pod standardním intervalem (1,5 – 2,5), což znamená, že podnik nemá dostatek majetku, který lze rychle přeměnit na hotovostní peněžní prostředky na úhradu krátkodobých závazků. Poměr mezi dlouhodobým cizím kapitálem a vlastním kapitálem je také vysoký, na 1 Kč vlastního kapitálu připadá 11,602 Kč dlouhodobého cizího kapitálu, ale při srovnání s ukazatelem, který poměruje cizí kapitál s vlastním kapitálem, tak je patrné, že na 1 Kč vlastního kapitálu se více váže krátkodobý cizí kapitál.

Rok 1998: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



V roce 1998 došlo k růstu vlastního kapitálu z důvodu navýšení základního jmění, neboť podnik od tohoto roku hospodaří jako akciová společnost. Toto navýšení ovlivnilo pozitivně poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. Na 1 Kč vlastního kapitálu připadá 1,174 Kč cizího kapitálu. Pozitivní vliv na poměr mezi cizím a vlastním kapitálem měla likvidita podniku, která se v tomto roce vrací do standardního intervalu. Z důvodu poklesu dlouhodobého cizího kapitálu došlo k prohloubení ukazatele, který poměruje krátkodobý a dlouhodobý cizí kapitál. Nyní na 1 Kč dlouhodobého cizího kapitálu připadá 1,432 Kč krátkodobého cizího kapitálu, což znamená, že podnik je velice zatížen splácením krátkodobých závazků během jednoho roku. Poměr mezi dlouhodobým cizím kapitálem a vlastním kapitál ukazuje, že došlo k navýšení vlastního kapitálu nad dlouhodobým cizím kapitálem, nyní na 1 Kč vlastního kapitálu připadá pouze 0,426 Kč dlouhodobého cizího kapitálu.

Rok 1999: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



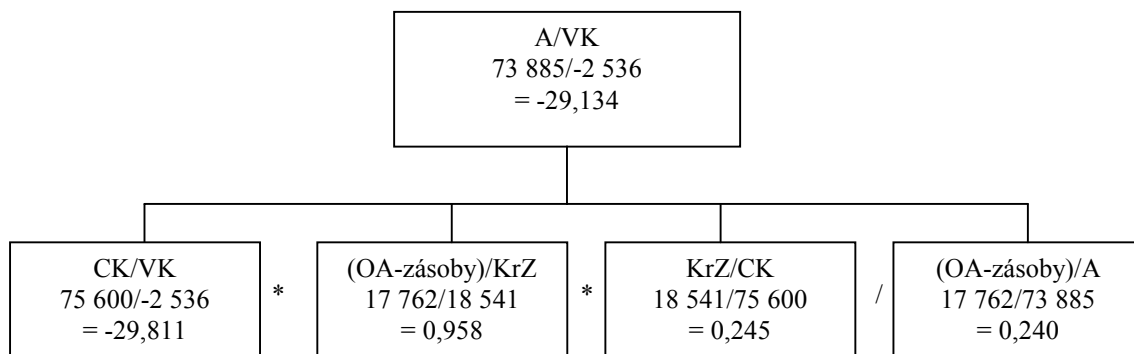
V roce 1999 došlo k navýšení cizího kapitálu a ke snížení vlastního kapitálu. Tyto změny se promítly v zadluženosti podniku. Nyní na 1 Kč vlastního jmění připadá 1,931 Kč cizího kapitálu. I když se dlouhodobý cizí kapitál snížil oproti roku 1998, tak se vázanost dlouhodobého cizího kapitálu na 1 Kč vlastního kapitálu zvýšila a to z důvodu snížení vlastního kapitálu. Nyní na 1 Kč vlastního kapitálu připadá 0,609 Kč dlouhodobého cizího kapitálu. Likvidita podniku se mírně snížila, ale stále zůstává ve standardním intervalu. Tento vývoj byl způsoben větším snížením oběžného majetku než snížení krátkodobých závazků. Poměr mezi krátkodobým a dlouhodobým cizím kapitálem se snížil, což pozitivně ovlivnilo poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. Toto snížení bylo způsobeno větším snížením krátkodobých závazků než snížení dlouhodobých závazků. To znamená, že daný podnik se snaží, aby měl raději dlouhodobý cizí kapitál než krátkodobý, neboť je stabilnější, ale na druhé straně je dražší než krátkodobý.

Rozklad podle Sedláčka:

$$FL = \frac{\frac{CK}{VK} * \frac{OA - zásoby}{KrZ} * \frac{KrZ}{CK}}{OA - zásoby / A}$$

Výpočet:

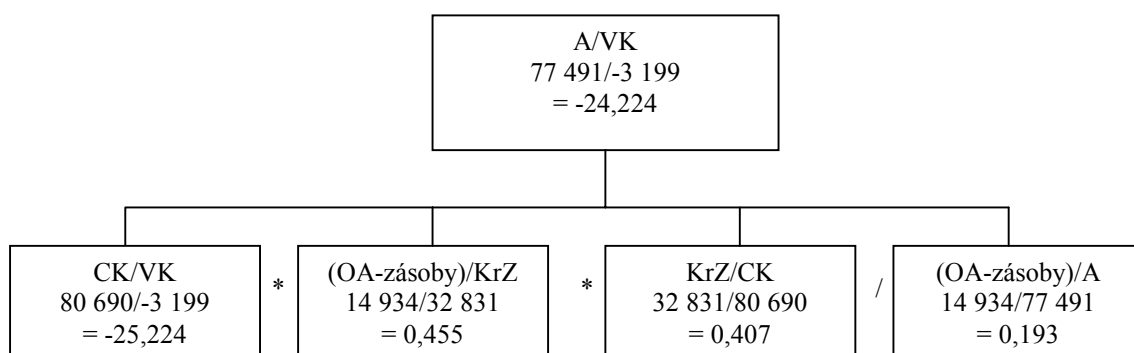
Rok 1995: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



Podle tohoto rozkladu je patrné, že největší podíl na záporné hodnotě finanční páky měl poměr cizího a vlastního kapitálu, který dosáhl záporné hodnoty kvůli zápornému vlastnímu kapitálu. Dalším komponentem, který ovlivňuje finanční páku podle rozkladu pana Sedláčka je pohotová likvidita, která při výpočtu likvidity podniku abstrahuje od zásob – poměřuje pouze pohledávky a finanční majetek s krátkodobými závazky. Pohotová likvidita se má standardně pohybovat kolem hodnoty 1. Z vypočtené hodnoty je patrné, že v roce 1995 byl daný podnik mírně pod touto hodnotou, to znamená, že by mohl nastat problém s likviditou. Tímto ukazatelem se J. Sedláček v rozkladu finanční páky liší s R. Grünwaldem, neboť R. Grünwald při výpočtu likvidity podniku vychází z běžné likvidity, poměřuje celá oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Poměr mezi krátkodobými závazky a cizím kapitálem ukazuje, že krátkodobé závazky tvoří pouze 24,5 % celkového cizího kapitálu, což je příznivý vývoj, neboť krátkodobé závazky velmi snadno podléhají

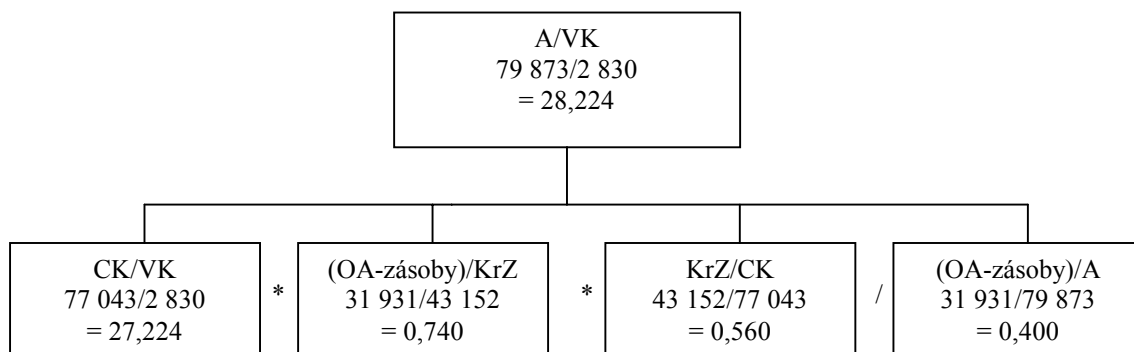
výkyvům a změnám než dlouhodobé cizí zdroje. Poslední komponent rozkladu finanční páky říká, že na 1 Kč celkových aktiv připadlo 0,240 Kč pohledávek a finančního majetku, to znamená, že pohledávky a finanční majetek tvořily v roce 1995 24 % celkových aktiv.

Rok 1996: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



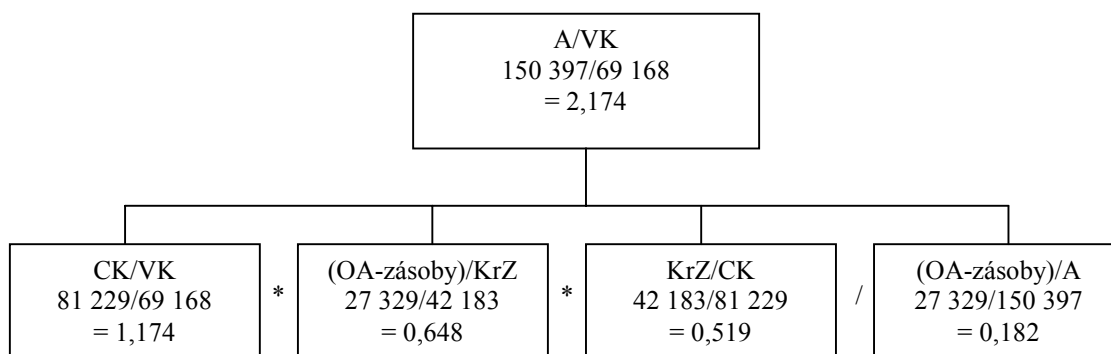
V roce 1996 znovu finanční páka dosahovala záporné hodnoty kvůli zápornému vlastnímu kapitálu, který ovlivnil poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. Pohotová likvidita se nám propadla výrazně pod standardní hodnotu, což znamená, že podnik nemá dostatek rychle převoditelného majetku na hotovostní peníze na krytí krátkodobých závazků. Tento negativní vývoj likvidity byl způsoben velkým nárůstem krátkodobých závazků a snížením pohledávek a finančního majetku. Navýšení krátkodobých závazků se pomítlo i do poměru mezi krátkodobými závazky a celkovým cizím kapitálem. V tomto roce tvořily krátkodobé závazky 40,7 % celkového cizího kapitálu. V roce 1996 na 1 Kč celkových aktiv připadlo 0,193 Kč pohledávek a finančního majetku. Došlo ke snížení oproti roku 1995 a to z důvodu navýšení zásob.

Rok 1997: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



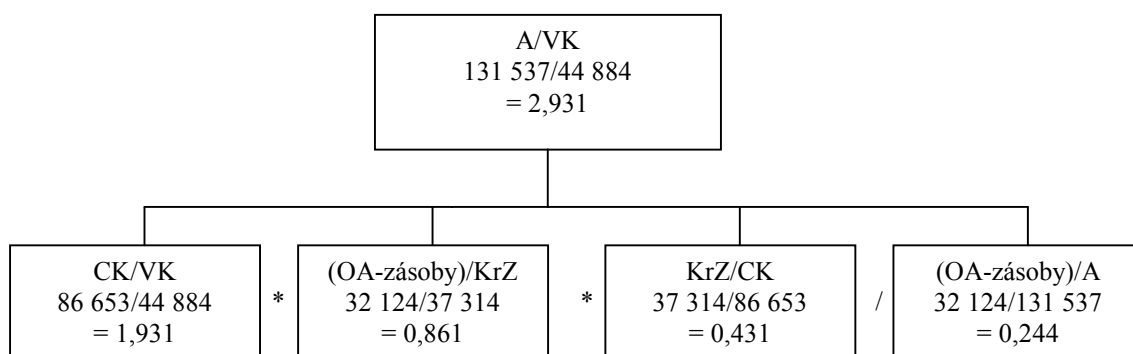
V roce 1997 dosáhla finanční páka vysoké hodnoty a to z důvodu vysokého poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. Na 1 Kč vlastního kapitálu připadlo 27,224 Kč cizího kapitálu, což znamená, že daný podnik je velice zatížen cizím kapitálem a to hlavně krátkodobým, neboť krátkodobý cizí kapitál v tomto roce tvořil 56 % celkového cizího kapitálu. Z důvodu navýšení krátkodobých závazků došlo k navýšení pohledávek a finančního majetku, ale toto navýšení nepřispělo k vylepšení likvidity daného podniku. Stále se pohotová likvidita pohybuje pod standardní hodnotou, i když proti roku 1996 došlo k nárůstu tohoto ukazatele. Nárůst pohledávek a finančního majetku se promítl do posledního komponentu tohoto rozkladu a přispěl k jeho navýšení. V tomto roce na 1 Kč celkových aktiv se váže 0,40 Kč pohledávek a finančního majetku, neboli pohledávky a finanční majetek tvořily v roce 1997 40 % celkových aktiv.

Rok 1998: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



V roce 1998 došlo k výraznému poklesu hodnoty finanční páky a to z důvodu navýšení vlastního kapitálu. Na 1 Kč vlastního kapitálu připadlo v tomto roce 1,174 Kč cizího kapitálu, což je skoro vyrovnaný stav mezi vlastního a cizím kapitále. Pohotová likvidita znovu poklesla, i když se snížily krátkodobé závazky, a to z důvodu většího poklesu pohledávek a finančního majetku. Krátkodobé závazky tvořily v tomto roce 51,9 % celkového cizího kapitálu. Z důvodu poklesu pohledávek a finančního majetku se snížil jejich podíl na celkových aktivech. V roce 1998 tvořily pohledávky a finanční majetek pouze 18,2 % celkových aktiv při růstu celkových aktiv.

Rok 1999: zadávané hodnoty jsou v tis. Kč a mírné nesrovnalosti mezi ukazateli jsou způsobeny zaokrouhlováním.



V roce 1999 došlo k mírnému nárůstu finanční páky, a to z důvodu navýšení poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. Tento nárůst byl způsoben poklesem vlastního kapitálu a nárůstem cizího kapitálu. Cizí kapitál v tomto roce vzrostl z důvodu nárůstu přechodných účtu pasiv. Pokles krátkodobých závazků a nárůst pohledávek a finančního majetku způsobil nárůst pohotové likvidity, ale stále se podnik nachází v podmínkách špatné likvidity. Krátkodobé závazky tvořily v tomto roce 43,1 % celkového cizího kapitálu. Z důvodu nárůstu pohledávek a finančního majetku se zvýšil jejich podíl na celkových aktivech, v roce 1999 tvořily 24,4 % celkových aktiv.

4.7 Vliv finanční páky na zisk před zdaněním a úroky ve sklárnách Josefodol

Finanční páka, jak bylo uvedeno v kapitole 2. 2 této práce, umocňuje vliv změn zisku před zdaněním a úroky (EBIT) na změny zisku na kmenovou akcii (EPS). Sklárný Josefodol od roku 1994 – 1997 hospodaří jako společnost s ručením omezeným, takže společníky v tomto období zajímá, jak ze změna EBITu promítne na změnu jejich podílu v daném podniku. Od roku 1998 sklárny hospodaří jako akciová společnost, kde již je zkoumán vliv EBITu na EPS.

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - [\Sigma(CK_{\text{úročný}} * u_i)]}$$

Výpočet:

$$Rok\ 1995: DFL = \frac{11\ 593\ 000}{11\ 593\ 000 - 8\ 827\ 000} = 4,191\ \%$$

$$Rok\ 1996: DFL = \frac{8\ 432\ 000}{8\ 432\ 000 - 9\ 901\ 000} = -5,740\ \%$$

$$Rok\ 1997: DFL = \frac{15\ 391\ 000}{15\ 391\ 000 - 8\ 865\ 000} = 2,359\ \%$$

$$\text{Rok 1998: DFL} = \frac{6\,292\,000}{6\,292\,000 - 8\,988\,000} = -2,334\%$$

$$\text{Rok 1999: DFL} = \frac{-17\,296\,000}{-17\,296\,000 - 6\,988\,000} = 0,712\%$$

Tab. č. 12: Přehled ukazatele stupeň finanční páky ve sledovaném období 1995 – 1999 (v %)

	1995	1996	1997	1998	1999
Stupeň finanční páky	4,191	-5,740	2,359	-2,334	0,712*

* kladné číslo je z důvodu dělení dvou záporných čísel

Z výsledků za sledované období je patrné, že sklárny jsou velmi zatíženy splácením úroků svým věřitelům, a proto ve většině let vyšel stupeň finanční páky záporně, neboť úroky jsou větší než zisk před zdaněním a úroky. Tím se potvrzuje ekonomické tvrzení, že na finanční páku mají hlavní vliv fixní finanční náklady, a to fixní úrok, který musí podnik platit svým věřitelům.

V roce 1995 1 % růst EBITu přinesl 4,191 % růst podílů společníků. V roce 1996 se situace obrátila, 1 % pokles EBITu přinesl 5,740 % pokles podílů společníků, a to z důvodu převýšení úroků placených z úročeného cizího kapitálu nad hodnotou zisku před úroky a zdanění v daném roce. V roce 1997 znovu došlo k růstu EBITu, 1 % růst EBITu přinesl 2,359 % růst podílů společníků. V roce 1998 a 1999, kdy sklárny hospodaří jako akciová společnost, nedošlo k růstu čistých zisku na akcii, neboť sklárny byly v těchto dvou letech ztrátové. V roce 1998 převýšily úroky placené z úročeného cizího kapitálu zisk před zdaněním a úroky, takže 1 % pokles EBITu přinesl 2,334 % pokles EPS. V roce 1999 se sklárnám nepodařilo vytvořit ani kladný zisk před zdaněním a úroky, a proto z důvodu dělení dvou záporných čísel vyšlo číslo kladné, které ale nemá nic společného s růstem čistého zisku na akcii.

4. 8 Působení kombinované páky ve sklárnách Josefodol

Působení kombinované páky vychází ze součinu finanční a operační páky.

$$\text{Operační páka} = \frac{\text{relativní změna EBITu}}{\text{relativní změna výnosů (V)}}$$

Výpočet:

	$\frac{11\,593\,000 - (-1\,535\,000)}{-1\,535\,000}$		-8,552	
<i>Rok 1995:</i>	$\frac{108\,403\,000 - 57\,558\,000}{57\,558\,000}$	=	0,883	= -9,685 %
	$\frac{8\,432\,000 - 11\,593\,000}{11\,593\,000}$		-0,273	
<i>Rok 1996:</i>	$\frac{123\,016\,000 - 108\,403\,000}{108\,403\,000}$	=	0,135	= -2,022 %
	$\frac{15\,391\,000 - 8\,432\,000}{8\,432\,000}$		0,825	
<i>Rok 1997:</i>	$\frac{126\,618\,000 - 123\,016\,000}{123\,016\,000}$	=	0,029	= 28,448 %
	$\frac{6\,292\,000 - 15\,391\,000}{15\,391\,000}$		-0,591	
<i>Rok 1998:</i>	$\frac{136\,407\,000 - 126\,618\,000}{126\,618\,000}$	=	0,078	= -7,675 %

$$\begin{array}{r}
 \frac{-17\,296\,000 - 6\,292\,000}{6\,292\,000} \\
 \text{Rok 1999: } \frac{\frac{118\,111\,000 - 136\,407\,000}{136\,407\,000} - 3,749}{-0,134} = 27,978 \%
 \end{array}$$

Tab. č. 13: Přehled ukazatele stupeň provozní páky za sledovaného období 1995 – 1999 (v %)

	1995	1996	1997	1998	1999
Stupeň provozní páky	-9,685	-2,022	28,448	-7,675	27,978*

* kladné číslo je z důvodu dělení dvou záporných čísel

I když v roce 1995 vyšel stupeň provozní páky záporně, tak 1 % růst výnosů přenesl 9,685 % růst EBITu. Stupeň provozní páky vykazuje záporné číslo, protože podnik v roce 1994 vykazoval záporný zisk před zdaněním a úroky, kterým dělíme zlomek v čitateli. V roce 1996 je záporná hodnota stupně provozní páky oprávněná, neboť 1 % růst výnosů přinesl 2,022 % pokles EBITu. Tato situace byla způsobena tím, že náklady vzrostly o více než vzrostly výnosy. V roce 1997 došlo k velkému růstu EBITu, neboť 1 % růst výnosů přinesl 28,448 % růst EBITu. Tento růst byl v roce 1998 nahrazen propadem, 1 % růst výnosů přinesl 7,675 % pokles EBITu, a to znovu z důvodu většího nárůstu nákladů než výnosů. V roce 1999 vyšla kladný stupeň provozní páky z důvodu dělení dvou záporných čísel, takže se nejedná o růst, ale o pokles, 1 % pokles výnosů přinesl 27,978 % pokles EBITu.

Kombinovaná páka dosahuje těchto hodnot v sklárnách Josefodol:

$$\text{Rok 1995: } DFL * DOL = 4,191 * (-9,685) = -40,590 \%$$

$$\text{Rok 1996: } -5,740 * (-2,022) = 11,606 \%$$

$$\text{Rok 1997: } 2,359 * 28,448 = 67,109 \%$$

$$\text{Rok 1998: } -2,334 * (-7,675) = 17,913 \%$$

$$\text{Rok 1999: } 0,712 * 27,978 = 19,920 \%$$

Hodnoty kombinované páky nemají vypovídající schopnost pro posouzení působení kombinované páky na hospodaření skláren Josefodol, neboť z důvodu matematických

pravidel (násobení dvou záporných čísel dostane kladné číslo) dostaneme čísla, která jsou pro ekonomickou praxi nepoužitelná. Pouze v roce 1997 je patrné, že došlo ke kombinaci vysoké provozní páky s nízkou finanční pákou a tato kombinace přinesla 67,109 % růst podílu společníka při 1 % výnosů.

4. 9 Ekonomická přidaná hodnota skláren Josefodol

Při výpočtu ekonomické přidané hodnoty (EVA) se vychází ze vztahu:

$$EVA = EBIT * (1 - t) - WACC$$

Výpočet:

$$Rok 1995: 11\,593\,000 * (1 - 0,41) - 5\,530\,040 = 1\,309\,830 \text{ Kč}$$

$$Rok 1996: 8\,432\,000 * (1 - 0,39) - 6\,183\,285 = -1\,039\,765 \text{ Kč}$$

$$Rok 1997: 15\,391\,000 * (1 - 0,35) - 6\,004\,625 = 3\,999\,525 \text{ Kč}$$

$$Rok 1998: 6\,292\,000 * (1 - 0,35) - 11\,381\,928 = -7\,292\,128 \text{ Kč}$$

$$Rok 1999: -17\,296\,000 - 7\,872\,256 = -25\,168\,256 \text{ Kč}$$

Tab. č. 14: Přehled ekonomické přidané hodnoty skláren Josefodol ve sledovaném období 1995 – 1996 (v Kč)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ekonomická přidaná hodnota	1 309 830	-1 039 765	3 999 525	-7 292 128	-25 168 256

Z tabulky č.14 vyplývá, že kladné hodnoty EVA sklárny dosáhly pouze v roce 1995 a 1997, jinak byla hodnota tohoto ukazatele ve sledovaném období záporná. To znamená, že provozní zisk po zdanění je nižší než náklady na celkový kapitál daného podniku. Tyto náklady tvoří úroky z cizího kapitálu a očekávané výnosy vlastníků daného podniku. V roce 1999 je situace nejhorší, neboť v tomto roce sklárny vyprodukovaly záporný provozní zisk. Východiskem z takto svízelné situace je buď zvýšení zisku bez vtažení dalšího kapitálu, nebo snížení kapitálu, neboť je pro podnik vysoce nákladný.

4. 10 Vyhodnocení získaných informací o hospodaření skláren Josefodol

Při posouzení všech hodnot, které byly získány na základě finanční analýzy skláren Josefodol, lze konstatovat, že sklárny jsou bankovně orientovaným podnikem.⁴³ Během sledovaného období se poměr cizího kapitálu k celkovému kapitálu nedostal pod hodnotu 50 %. Tento cizí kapitál představuje pro sklárny vysoké zatížení ve formě splácení úroků, to znamená, že nákladovost cizího kapitálu dosahuje vysokých hodnot. Podnik se snaží dražší dlouhodobý cizí kapitál nahradit levnějším krátkodobým cizím kapitálem, neboť banky při dlouhodobých půjčkách obtížně odhadují vývoj podniku, a proto úrokové míry z těchto úvěrů jsou vyšší než z krátkodobých úvěrů. Navyšování krátkodobých úvěrů však ovlivňuje stabilitu podniku, neboť krátkodobé úvěry podléhají snadněji výkyvům a změnám, které mohou v podniku nastat.

Navýšení krátkodobých závazků ovlivnilo negativně likviditu daného podniku. Sklárny nemají dostatek rychle převoditelného majetku na hotovostní peněžní prostředky na krytí krátkodobých závazků z pohledu pohotové likvidity. Při výpočtu běžné likvidity se podnik pohybuje na dolním okraji standardního intervalu. Z toho lze usuzovat, že podnik má velké množství peněžních prostředků v zásobách, nejenom vlastních peněžních prostředků, ale i cizích prostředků, neboť poměrový ukazatel, který poměruje cizí kapitál s oběžným majetkem, se stále během sledovaného období pohyboval nad hodnotou 1.

Cizí kapitál ve sklárnách Josefodol nepřispěl k růstu rentability vlastního kapitálu, neboť finanční páka zde působí ve většině let negativně, neboť sklárny nejsou schopny zhodnotit další korunu dluhu více než je úroková míra úvěru. Na špatné rentabilitě vlastního kapitálu se podílela i obratovost celkového kapitálu, neboť při navýšení základního jmění z důvodu přeměny skláren na akciovou společnost se celkový kapitál vložený do podniku ani jedenkrát podniku nevrátí zpět v podobě tržeb.

Dále cizí kapitál nepřispěl k navýšení čistého zisku na akcii, neboť z důvodu vysokých nákladových úroků podnik nedosahuje čistého zisku, který by mohl být podle rozhodnutí valné hromady rozdělen mezi akcionáře. To znamená, že akcionáři, kteří by

⁴³ Bankovně orientovaný podnik užívá cizí kapitál ze 60 % - 80 %.

vložili svůj majetek do tohoto podniku, by nedosáhli jeho zhodnocení. Sklárný Josefodol mají pouze jediného akcionář, a tím je společnost Caesar Crystal. s. r. o. Tuto společnost vlastní řídící pracovníci Caesar Crystal Bohemiae, a. s. Takže akcionáři jsou přímo pracovníci skláren, dostávají mzdu, a proto nejsou odkázáni pouze na čistý zisk na akcii.

Vysoká zadluženost se promítla i do ekonomické hodnoty skláren. Kladné hodnoty EVA dosahuje podnik pouze v roce 1995 a 1997, jinak jsou náklady na kapitál větší než zisk před zdaněním a úroky.

Východiskem z této špatné hospodářské situace podniku je vymanit se nejdříve z vysoké ztrátovosti, které vznikla v roce 1999. Tato situace byla způsobena velkým nárůstem nákladů, neboť sklárny vytvořily v tomto roce vysoké rezervy na generální opravy a došlo k prodeji dosud neodepsaného investičního majetku, takže se navýšila hodnota položky ve výkaze zisku a ztrát „zůstatková cena prodaného investičního majetku a materiálu. Naproti tomu došlo ke snížení celkových výkonů podniku v důsledku záporné hodnoty položky „změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby“. K vytvoření zisku by mohlo přispět zvýšení výkonnosti kapitálu vloženého do provozu, to znamená, aby 1 Kč vloženého kapitálu na sebe vázala více tržeb.

Dále by se podnik měl zaměřit na zlepšení likvidity podniku, neboť špatná likvidita odrazuje budoucí věřitele. S tím souvisí i snížení cizího kapitálu, neboť náklady na cizí kapitál jsou větší než náklady na vlastní kapitál. Snížení nákladovosti by přispělo i k lepší ekonomické přidané hodnotě daného podniku.

Závěr

Finanční páka vyjadřuje význam cizího kapitálu užitého v kapitálové struktuře podniku, neboť určitá výše zadlužení přispívá ke zvyšování výnosnosti podnikatelského subjektu. Avšak příliš velká finanční páka zvyšuje finanční riziko akcionářů, protože podnik je příliš zatížen splácením úroků a snadno se dostane do nepříznivé finanční situace.

Práce ukázala, že každý podnikatelský subjekt se snaží mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje, aby se nedostal do podmínek překapitalizace (nedostatečně využívá cizí kapitál z důvodu přílišné opatrnosti, a proto vykazuje nadměrnou výši vlastního jmění) nebo podkapitalizace (má nedostatečnou výši vlastního jmění vzhledem k podnikovým aktivitám, je příliš zadlužen se všemi důsledky z toho plynoucími). To znamená, že se snaží o nejvhodnější poměr vlastních a cizích zdrojů. Tento poměr závisí na:

- odvětví, ve kterém podnik pracuje,
- struktuře podnikového majetku – čím vyšší podíl investičního majetku, tím vyšší podíl vlastního, resp. dlouhodobého cizího kapitálu,
- úrokové míře bank – ta je závislá na vládní politice a politice centrální banky,
- výnosnosti podniku – čím je vyšší výnosnost podniku, tím větší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru si může dovolit,
- stabilitě tržeb a zisku – podnik s rostoucími tržbami a ziskem si může dovolit větší zadlužení, naopak podnik s odbytovými potížemi musí další úvěr pečlivě vážit.

Dále práce ukázala, že vtažení cizího kapitálu do podnikání přináší tzv. daňový efekt, neboť úroky placené z cizího kapitálu jsou součástí nákladů a náklady snižují zisk, ze kterého se platí daň. Netřeba zdůrazňovat, že daňový štít působí jen tehdy, dosahuje-li podnik zisk.

Ale na druhé straně zadluženost (růst cizího kapitálu) může pozitivně ovlivnit rentabilitu vlastního kapitálu pouze tehdy, jestliže podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více, než činí úroková sazba dluhu.

Sklárny Josefodol patří k nejvýznamnějšímu typu podniku v České republice, z hlediska oboru. Sklářský průmysl, od prvních sklářských pecí až po dnešní dobu, si zachovává své přední místo na trhu výrobků a služeb.

Finanční analýza skláren Josefodol ukázala, že sklárny patří k nestandardním podnikům z hlediska financování v české ekonomice 90. let. I přes vykazování záporných hodnot vlastního kapitálu v letech 1995 a 1996 získávají sklárny další bankovní úvěry bez výrazného navýšení úrokových měr. Tím se potvrzuje skutečnost, že po transformaci majetku na začátku 90. let (přechod centralizovaného systému plánovitého řízení na tržní ekonomiku) banky neměly dostatek erudovaných pracovníků a půjčovaly takřka každému, kdo přišel se žádostí o úvěr. Bankovní úvěry tak suplovaly chybějící vlastní kapitál, a to nejen dlouhodobé zdroje na investice, ale i krátkodobé prostředky na překlenutí okamžitého nedostatku peněz.

V dalších letech (1997 – 1999) se sklárny vymanily ze záporného vlastního kapitálu, ale vlastní kapitál nepřevýšil cizí kapitál, který se během sledovaného období nedostal pod hodnotu 50 % celkového kapitálu. Cizí kapitál se během sledovaných let mění, místo dlouhodobého kapitálu převažuje krátkodobý kapitál, který negativně ovlivňuje likviditu daného podniku. Tento negativní vývoj zadluženosti podniku neodrazuje banky od dalších krátkodobých úvěrů bez výrazného zvýšení úrokových měr.

Vysoký podíl cizího kapitálu nepřispěl ve sklárnách Josefodol k růstu rentability vlastního kapitálu, neboť finanční páka zde působí negativně po většinu let. To znamená, že sklárny nejsou schopny zhodnotit další korunu dluhu více, než je úroková míra úvěru.

Vysoká zadluženost dále ovlivnila negativně hodnotu ekonomické přidané hodnoty (EVA) skláren Josefodol, neboť kromě roku 1995 a 1997 jsou náklady na celkový kapitál větší než zisk před zdaněním a úroky, a tudíž ekonomická přidaná hodnota je záporná.

Nízké hodnoty zisku před zdaněním a úroky vyústily až v zápornou hodnotu zisku před zdaněním a úroky v roce 1999. To znamená, že i přes eliminaci úroků a daně se podnik nedostal do kladné hodnoty zisku. Tento stav byl způsoben snížením celkových

výkonů podniku a zvýšením nákladů (hlavně z důvodu tvorby vysoké rezervy na generální opravy investičního majetku).

Cizí kapitál nepřispěl ani k navýšení čistého zisku na akcii po přeměně skláren na akciovou společnost v roce 1998. Jediným akcionářem je společnost Ceasar Crystal, s.r.o., kterou vlastní řídící pracovníci Ceasar Crystal Bohemiae, a. s. To znamená, že jejich prioritním cílem – a to i krátkodobým – nemusí být dosahování čistého zisku, ale alespoň uspokojivý provoz skláren, neboť jako řídící pracovníci dostávají pravidelnou mzdu, a proto nejsou existenčně odkázáni na čistý zisk na akcii. V daném případě může toto propojení obsahovat prvek utlumující ekonomické podstaty investora na vysokou výnosnost, nízké riziko a rychlost návratnosti vložených prostředků.

Závěrem lze konstatovat, že stanovit optimální stupeň zadluženosti i optimální finanční strukturu podniku je v praxi velice obtížné. Lze říci, že zadluženost a finanční struktura řady našich podniků není v současnosti výsledkem jejich úvah o optimálním zadlužení, ale náhodným důsledkem řady faktorů, které na podnikatelský subjekt působí ze strany podnikatelsko-ekonomického prostředí.

Seznam použité literatury:

1. Brealey, R. A., Mayers, S., C. Teorie a praxe firemních financí, Praha: Victoria Publishing, 1992
2. Grünwald, R. Finanční analýza – metody a využití, Praha: Vox consult, 1995
3. Higgins, R.C. Analýza pro finanční management, Praha: Grada, 1997
4. Konečný, M. Podnikové finance, Brno: PC-DIR nakladatelství, 1997
5. Kovanicová, D., Kovanic, P. Poklady skryté v účetnictví, díl II. – finanční analýza účetních výkazů, díl III. – finanční řízení rozvoje podniku, Praha: Polygon, 1995
6. Sedláček, J., Hamplová, E., Úředníček, V. Finanční analýza, Brno: Masarykova univerzita, 1998
7. Stanley, B.B, Geoffrey, A. H. Foundations of financial management, Boston: Sixth Edition, 1992
8. Stickney, C. P., Weil, R. L. Financial accounting, Orlando: Sixth Edition, 1994
9. Valach, J. a kolektiv. Základy finančního řízení podniku, Praha: Nad zlato, 1991
10. Wawrosz, P. Zdroje financování podnikatelské činnosti, Ostrava: Sagit, 1999
11. Kraftová, I. Podnikatelské riziko a financování firmy, Sborník přednášek vědecké konference, Zlín: 23. a 24. 11. 1999
12. Kříž, M. Banky hrají drahou kartou. Ekonom, Praha: 1999, čís. 3
13. Kunert, J. České bankovníctví – určitě ne v roce nula, Finance a úvěr, Praha: 1999, čís. 6

Seznam použitých zkratek:

FL	finanční páka
FL'	míra působení finanční páky
VK	vlastní kapitál
CK	cizí kapitál
K	celkový kapitál
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROA	rentabilita celkového kapitálu
WACC	nákladovost celkového kapitálu
k_c	koeficient nákladovosti cizího kapitálu
k_v	koeficient nákladovosti vlastního kapitálu
t	míra zdanění zisku
u	úroková míra
C_z	zadluženost podniku
F_n	finanční nezávislost
K_p	kapitálová přiměřenost
$Ú_K$	úrokové krytí
Z_{VK}	míra zadluženosti vlastního kapitálu
Z_M	zisková marže
O_A	obrat aktiv
FA	fixní aktiva
OA	oběžná aktiva
A	aktiva
KrZ	krátkodobé závazky
DCK	dlouhodobý cizí kapitál
T	tržby
EAT	čistý zisk
EBT	zisk před zdaněním
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBDIT	zisk před zdaněním, úroky a odpisy
EPS	čistý zisk na akcii

DFL	stupeň finanční páky
DOL	stupeň operační páky
DTL	stupeň celkové páky
EVA	ekonomická přidaná hodnota

Příloha č. 6

Rozvaha, výkaz zisku a ztrát - 1999

Údaje pro knihovnickou databázi

Název práce	Využitý finanční páky při řízení českého podniku
Autor práce	Bc. Světlá Trtíková
Obor	Ekonomika, řízení a finance
Rok obhajoby	2000
Vedoucí práce	Ing. Ivana Kraftová, CSc.
Anotace	Diplomová práce je věnována problematice financování podnikatelského subjektu a vlivu zadluženosti na finanční stabilitu podniku. Dále práce ozřejmuje působení finanční páky na výnosnost podniku neboli na rentabilitu vlastního kapitálu.
Klíčová slova	Finanční páka, rentabilita vlastního kapitálu, nákladovost kapitálu, kapitálová struktura, vlastní kapitál, cizí kapitál.

		Počáteční stav	Konečný stav
	AKTIVA CELKEM	82 387	73 885
A.	Pohled. za upsané vl. jmění	0	0
B.	<i>Stálá aktiva</i>	26 161	27 364
B.I.	Nehmotný invest. majetek	39	15
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0
B.I.2.	Nehm. výsl. výzkumné a obd. čin.	0	0
B.I.3.	Software	18	0
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0
B.I.5.	Jiný nehm. investiční majetek	0	15
B.I.6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0
B.I.7.	Poskytnuté zál. na nehm.inv.maj.	21	0
B.II.	Hmotný investiční majetek	26 122	26 439
B.II.1.	Pozemky	801	801
B.II.2.	Budovy,haly,stavby	5 111	11 121
B.II.3.	Stroje, přístroje a zařízení	10 500	4 038
B.II.4.	Pěstitelské celky trv. porostů	0	0
B.II.5.	Zákl. stádo a tažná zvířata	0	0
B.II.6.	Jiný hmotný investiční majetek	3 252	2 276
B.II.7.	Nedokončené hmotné investice	4 040	5 953
B.II.8.	Poskytnuté zál. na hm. inv. maj.	0	0
B.II.9.	Opravná položka k nabytému maj.	2 418	2 250
B.III	Finanční investice	0	910
B.III.1.	Podíly v pod. s rozh. vlivem	0	910
B.III.2.	Podíly v pod. s podst. vlivem	0	0
B.III.3.	Ost. inv. cenné papíry a vklady	0	0
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0
B.III.5.	Jiné finanční investice	0	0
C.	<i>Oběžná aktiva</i>	56 132	46 086
C.I.	Zásoby	33 010	28 324
C.I.1.	Materiál	2 759	1 775
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	4 621	6 898
C.I.3.	Výrobky	23 688	17 706
C.I.4.	Zvířata	0	0
C.I.5.	Zboží	1 942	1 945
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	0	0
C.II.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0
C.II.3.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.II.4.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.II.5.	Jiné pohledávky	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	21 800	16 888
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	10 517	16 592
C.III.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	280	304

		Počáteční stav	Konečný stav
C.III.3.	Sociální zabezpečení	0	0
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	11 003	0
C.III.5.	Stát - odložená daňová pohl.	0	0
C.III.6.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.III.7.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.III.8.	Jiné pohledávky	0	-8
C.IV.	Finanční majetek	1 322	874
C.IV.1.	Peníze	613	421
C.IV.2.	Účty v bankách	709	453
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0
D.	<i>Ostatní aktiva - přechodné účty</i>	94	435
D.I.	Časové rozlišení	89	435
D.I.1.	Náklady příštích období	89	302
D.I.2.	Příjmy příštích období	0	126
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	0	7
D.II.	Dohadné účty aktivní	5	0
	Kontrolní číslo	329 543	295 540

		Počáteční stav	Konečný stav
	PASIVA CELKEM	82 387	73 885
A.	<i>Vlastní jmění</i>	-5 328	-2 536
A.I.	Základní jmění	400	400
A.I.1.	Základní jmění	400	400
A.I.2.	Vlastní akcie	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0
A.II.1.	Emisní ažio	0	0
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přeceň. maj.	0	0
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z kap. účastí	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	0	26
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0	0
A.III.2.	Nedělitelný fond	0	0
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	0	26
A.IV.	Hospodářský výsledek min. let	-6	-5 728
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-6	-5 728
A.V.	Hosp. výsl. běž. účet. období	-5 722	2 766
B.	<i>Cizí zdroje</i>	87 382	75 528
B.I.	Rezervy	5 786	7 217
B.I.1.	Rezervy zákonné	5 786	7 210
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	0	7
B.I.3.	Ostatní rezervy	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	821
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	821
B.II.2.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.II.3.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0
B.II.4.	Emitované dluhopisy	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	18 281	12 541
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	5 252	8 678
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdruž.	0	0
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	30	131
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpeč.	1 173	1 437
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	11 826	964
B.III.6.	Stát - odložený daňový závazek	0	0
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.III.8.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.III.9.	Jiné závazky	0	1 331
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	63 315	54 949
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	63 315	48 949
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	0	6 000
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.	<i>Ostatní pasiva</i>	333	893
C.I.	Časové rozlišení	333	888
C.I.1.	Výdaje příštích období	333	694
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	47
C.I.3.	Kursovni rozdíly pasivní	0	147
C.II.	Dohadné účty pasivní	0	5
	Kontrolní číslo	335 270	292 769

		Počáteční stav	Konečný stav
	AKTIVA CELKEM	73 885	77 491
A.	Pohled. za upsané vl. jmění	0	800
B.	<i>Stálá aktiva</i>	27 364	27 347
B.I.	Nehmotný invest. majetek	15	12
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0
B.I.2.	Nehm. výsl. výzkumné a obd. čin.	0	0
B.I.3.	Software	0	0
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0
B.I.5.	Jiný nehm. investiční majetek	15	12
B.I.6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0
B.I.7.	Poskytnuté zál. na nehm.inv.maj.	0	0
B.II.	Hmotný investiční majetek	26 439	26 825
B.II.1.	Pozemky	801	801
B.II.2.	Budovy,haly,stavby	11 121	10 789
B.II.3.	Stroje, přístroje a zařízení	4 038	5 747
B.II.4.	Pěstitelské celky trv. porostů	0	0
B.II.5.	Zákl. stádo a tažná zvířata	0	0
B.II.6.	Jiný hmotný investiční majetek	2 276	1 136
B.II.7.	Nedokončené hmotné investice	5 953	6 271
B.II.8.	Poskytnuté zál. na hm. inv. maj.	0	0
B.II.9.	Opravná položka k nabytému maj.	2 250	2 081
B.III	Finanční investice	910	510
B.III.1.	Podíly v pod. s rozh. vlivem	910	510
B.III.2.	Podíly v pod. s podst. vlivem	0	0
B.III.3.	Ost. inv. cenné papíry a vklady	0	0
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0
B.III.5.	Jiné finanční investice	0	0
C.	<i>Oběžná aktiva</i>	46 086	48 350
C.I.	Zásoby	28 324	33 416
C.I.1.	Materiál	1 775	1 964
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	6 898	3 153
C.I.3.	Výrobky	17 706	24 796
C.I.4.	Zvířata	0	0
C.I.5.	Zboží	1 945	3 503
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	0	0
C.II.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0
C.II.3.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.II.4.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.II.5.	Jiné pohledávky	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	16 888	12 702
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	16 592	12 453
C.III.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	304	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.III.3.	Sociální zabezpečení	0	0
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	0	0
C.III.5.	Stát - odložená daňová pohl.	0	0
C.III.6.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.III.7.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.III.8.	Jiné pohledávky	-8	249
C.IV.	Finanční majetek	874	2 232
C.IV.1.	Peníze	421	209
C.IV.2.	Účty v bankách	453	2 023
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0
D.	<i>Ostatní aktiva - přechodné účty</i>	435	994
D.I.	Časové rozlišení	435	963
D.I.1.	Náklady příštích období	302	928
D.I.2.	Příjmy příštích období	126	35
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	7	0
D.II.	Dohadné účty aktivní	0	31
	Kontrolní číslo	295 540	308 333

		Počáteční stav	Konečný stav
	PASIVA CELKEM	73 885	77 491
A.	<i>Vlastní jmění</i>	-2 536	-3 199
A.I.	Základní jmění	400	1 200
A.I.1.	Základní jmění	400	1 200
A.I.2.	Vlastní akcie	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0
A.II.1.	Emisní ažio	0	0
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přeceň. maj.	0	0
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z kap. účastí	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	26	93
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0	60
A.III.2.	Nedělitelný fond	0	0
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	26	33
A.IV.	Hospodářský výsledek min. let	-5 728	-3 023
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-5 728	-3 023
A.V.	Hosp. výsl. běž. účet. období	2 766	-1 469
B.	<i>Cizí zdroje</i>	75 528	78 854
B.I.	Rezervy	7 217	4 232
B.I.1.	Rezervy zákonné	7 210	4 207
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	7	0
B.I.3.	Ostatní rezervy	0	25
B.II.	Dlouhodobé závazky	821	0
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	821	0
B.II.2.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.II.3.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0
B.II.4.	Emitované dluhopisy	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	12 541	16 431
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	8 678	11 448
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdruž.	0	0
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	131	141
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpeč.	1 437	844
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	964	2 060
B.III.6.	Stát - odložený daňový závazek	0	0
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	230
B.III.8.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.III.9.	Jiné závazky	1 331	1 708
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	54 949	58 191
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	48 949	41 791
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	6 000	14 500
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	1 900

		Počáteční stav	Konečný stav
C.	<i>Ostatní pasiva</i>	893	1 836
C.I.	Časové rozlišení	888	1 464
C.I.1.	Výdaje příštích období	694	1 297
C.I.2.	Výnosy příštích období	47	88
C.I.3.	Kursovni rozdíly pasivní	147	79
C.II.	Dohadné účty pasivní	5	372
	Kontrolní číslo	292 769	311 061

		Počáteční stav	Konečný stav
	AKTIVA CELKEM	77 491	79 873
A.	Pohled. za upsané vl. jmění	800	0
B.	<i>Stálá aktiva</i>	27 347	15 607
B.I.	Nehmotný invest. majetek	12	537
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0
B.I.2.	Nehm. výsl. výzkumné a obd. čin.	0	0
B.I.3.	Software	0	527
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0
B.I.5.	Jiný nehm. investiční majetek	12	10
B.I.6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0
B.I.7.	Poskytnuté zál. na nehm.inv.maj.	0	0
B.II.	Hmotný investiční majetek	26 825	14 918
B.II.1.	Pozemky	801	125
B.II.2.	Budovy,haly,stavby	10 789	0
B.II.3.	Stroje, přístroje a zařízení	5 747	5 203
B.II.4.	Pěstitelské celky trv. porostů	0	0
B.II.5.	Zákl. stádo a tažná zvířata	0	0
B.II.6.	Jiný hmotný investiční majetek	1 136	1 135
B.II.7.	Nedokončené hmotné investice	6 271	6 529
B.II.8.	Poskytnuté zál. na hm. inv. maj.	0	0
B.II.9.	Opravná položka k nabytému maj.	2 081	1 926
B.III	Finanční investice	510	152
B.III.1.	Podíly v pod. s rozh. vlivem	510	152
B.III.2.	Podíly v pod. s podst. vlivem	0	0
B.III.3.	Ost. inv. cenné papíry a vklady	0	0
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0
B.III.5.	Jiné finanční investice	0	0
C.	<i>Oběžná aktiva</i>	48 350	62 573
C.I.	Zásoby	33 416	30 642
C.I.1.	Materiál	1 964	2 478
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 153	4 628
C.I.3.	Výrobky	24 796	19 727
C.I.4.	Zvířata	0	0
C.I.5.	Zboží	3 503	3 809
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	9 900
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	0	0
C.II.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	9 900
C.II.3.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.II.4.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.II.5.	Jiné pohledávky	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	12 702	12 583
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	12 453	12 235
C.III.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.III.3.	Sociální zabezpečení	0	0
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	0	0
C.III.5.	Stát - odložená daňová pohl.	0	0
C.III.6.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.III.7.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.III.8.	Jiné pohledávky	249	348
C.IV.	Finanční majetek	2 232	9 448
C.IV.1.	Peníze	209	446
C.IV.2.	Účty v bankách	2 023	8 982
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0
D.	<i>Ostatní aktiva - přechodné účty</i>	994	1 693
D.I.	Časové rozlišení	963	1 693
D.I.1.	Náklady příštích období	928	1 193
D.I.2.	Příjmy příštích období	35	500
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	0	0
D.II.	Dohadné účty aktivní	31	0
	Kontrolní číslo	308 333	319 492

		Počáteční stav	Konečný stav
	PASIVA CELKEM	77 491	79 873
A.	<i>Vlastní jmění</i>	-3 199	2 830
A.I.	Základní jmění	1 200	1 200
A.I.1.	Základní jmění	1 200	1 200
A.I.2.	Vlastní akcie	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0
A.II.1.	Emisní ažio	0	0
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přeceň. maj.	0	0
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z kap. účastí	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	93	60
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	60	60
A.III.2.	Nedělitelný fond	0	0
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	33	0
A.IV.	Hospodářský výsledek min. let	-3 023	-4 956
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-3 023	-4 956
A.V.	Hosp. výsl. běž. účet. období	-1 469	6 526
B.	<i>Cizí zdroje</i>	78 854	75 986
B.I.	Rezervy	4 232	0
B.I.1.	Rezervy zákonné	4 207	0
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	0	0
B.I.3.	Ostatní rezervy	25	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.II.2.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.II.3.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0
B.II.4.	Emitované dluhopisy	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	16 431	27 927
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	11 448	21 347
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdruž.	0	0
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	141	19
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpeč.	844	1 032
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	2 060	3 381
B.III.6.	Stát - odložený daňový závazek	0	0
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	230	0
B.III.8.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.III.9.	Jiné závazky	1 708	2 148
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	58 191	48 059
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	41 791	32 834
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	14 500	15 000
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	1 900	225

		Počáteční stav	Konečný stav
C.	<i>Ostatní pasiva</i>	1 836	1 057
C.I.	Časové rozlišení	1 464	1 057
C.I.1.	Výdaje příštích období	1 297	726
C.I.2.	Výnosy příštích období	88	331
C.I.3.	Kursovni rozdíly pasivní	79	0
C.II.	Dohadné účty pasivní	372	0
	Kontrolní číslo	311 061	312 966

		Počáteční stav	Konečný stav
	AKTIVA CELKEM	144 825	150 397
A.	Pohled. za upsané vl. jmění	0	0
B.	<i>Stálá aktiva</i>	85 529	79 773
B.I.	Nehmotný invest. majetek	725	546
B.I.1.	Zřizovací výdaje	187	163
B.I.2.	Nehm. výsl. výzkumné a obd. čin.	0	0
B.I.3.	Software	527	374
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0
B.I.5.	Jiný nehm. investiční majetek	11	9
B.I.6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0
B.I.7.	Poskytnuté zál. na nehm.inv.maj.	0	0
B.II.	Hmotný investiční majetek	84 804	79 227
B.II.1.	Pozemky	1 469	1 468
B.II.2.	Budovy,haly,stavby	63 332	61 835
B.II.3.	Stroje, přístroje a zařízení	15 403	13 260
B.II.4.	Pěstitelské celky trv. porostů	0	0
B.II.5.	Zákl. stádo a tažná zvířata	0	0
B.II.6.	Jiný hmotný investiční majetek	1 136	0
B.II.7.	Nedokončené hmotné investice	7 141	6 135
B.II.8.	Poskytnuté zál. na hm. inv. maj.	0	0
B.II.9.	Opravná položka k nabytému maj.	-3 677	-3 471
B.III	Finanční investice	0	0
B.III.1.	Podíly v pod. s rozh. vlivem	0	0
B.III.2.	Podíly v pod. s podst. vlivem	0	0
B.III.3.	Ost. inv. cenné papíry a vklady	0	0
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0
B.III.5.	Jiné finanční investice	0	0
C.	<i>Oběžná aktiva</i>	57 847	69 556
C.I.	Zásoby	31 208	42 227
C.I.1.	Materiál	2 307	1 912
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	4 920	6 145
C.I.3.	Výrobky	20 480	32 206
C.I.4.	Zvířata	0	0
C.I.5.	Zboží	3 501	1 964
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	11 732
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	0	1 690
C.II.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0
C.II.3.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.II.4.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.II.5.	Jiné pohledávky	0	10 042
C.III.	Krátkodobé pohledávky	23 668	11 829
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	13 363	11 829
C.III.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.III.3.	Sociální zabezpečení	0	0
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	0	0
C.III.5.	Stát - odložená daňová pohl.	0	0
C.III.6.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.III.7.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.III.8.	Jiné pohledávky	10 305	0
C.IV.	Finanční majetek	2 971	3 768
C.IV.1.	Peníze	387	98
C.IV.2.	Účty v bankách	2 584	3 670
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0
D.	<i>Ostatní aktiva - přechodné účty</i>	1 449	1 068
D.I.	Časové rozlišení	1 449	1 068
D.I.1.	Náklady příštích období	763	420
D.I.2.	Příjmy příštích období	447	569
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	239	79
D.II.	Dohadné účty aktivní	0	0
	Kontrolní číslo	579 300	601 588

		Počáteční stav	Konečný stav
	PASIVA CELKEM	144 825	150 397
A.	<i>Vlastní jmění</i>	71 988	69 168
A.I.	Základní jmění	74 000	74 000
A.I.1.	Základní jmění	74 000	74 000
A.I.2.	Vlastní akcie	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	159	159
A.II.1.	Emisní ažio	159	159
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přeceň. maj.	0	0
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z kap. účastí	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	0	0
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0	0
A.III.2.	Nedělitelný fond	0	0
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	0	0
A.IV.	Hospodářský výsledek min. let		-2 171
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	-2 171
A.V.	Hosp. výsl. běž. účet. období	-2 171	-2 820
B.	<i>Cizí zdroje</i>	71 880	79 712
B.I.	Rezervy	239	8 079
B.I.1.	Rezervy zákonné	0	8 000
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	239	79
B.I.3.	Ostatní rezervy	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.II.2.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.II.3.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0
B.II.4.	Emitované dluhopisy	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	23 807	26 783
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	20 009	18 625
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdruž.	0	0
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	17	19
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpeč.	1 025	4 239
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	302	1 701
B.III.6.	Stát - odložený daňový závazek	0	0
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.III.8.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.III.9.	Jiné závazky	2 454	2 199
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	47 834	44 850
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	32 834	29 450
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	15 000	15 400
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.	<i>Ostatní pasiva</i>	957	1 517
C.I.	Časové rozlišení	957	1 518
C.I.1.	Výdaje příštích období	581	1 518
C.I.2.	Výnosy příštích období	173	0
C.I.3.	Kursovni rozdíly pasivní	203	0
C.II.	Dohadné účty pasivní	0	-1
	Kontrolní číslo	581 471	604 409

		Počáteční stav	Konečný stav
	AKTIVA CELKEM	150 397	131 537
A.	Pohled. za upsané vl. jmění	0	0
B.	<i>Stálá aktiva</i>	79 773	70 512
B.I.	Nehmotný invest. majetek	546	357
B.I.1.	Zřizovací výdaje	163	128
B.I.2.	Nehm. výsl. výzkumné a obd. čin.	0	0
B.I.3.	Software	374	222
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0
B.I.5.	Jiný nehm. investiční majetek	9	7
B.I.6.	Nedokončené nehmotné investice	0	0
B.I.7.	Poskytnuté zál. na nehm.inv.maj.	0	0
B.II.	Hmotný investiční majetek	79 227	70 155
B.II.1.	Pozemky	1 468	1 458
B.II.2.	Budovy,haly,stavby	61 835	55 306
B.II.3.	Stroje, přístroje a zařízení	13 260	10 721
B.II.4.	Pěstitelské celky trv. porostů	0	0
B.II.5.	Zákl. stádo a tažná zvířata	0	0
B.II.6.	Jiný hmotný investiční majetek	0	0
B.II.7.	Nedokončené hmotné investice	6 135	5 935
B.II.8.	Poskytnuté zál. na hm. inv. maj.	0	0
B.II.9.	Opravná položka k nabytému maj.	-3 471	-3 265
B.III	Finanční investice	0	0
B.III.1.	Podíly v pod. s rozh. vlivem	0	0
B.III.2.	Podíly v pod. s podst. vlivem	0	0
B.III.3.	Ost. inv. cenné papíry a vklady	0	0
B.III.4.	Půjčky podnikům ve skupině	0	0
B.III.5.	Jiné finanční investice	0	0
C.	<i>Oběžná aktiva</i>	69 556	60 007
C.I.	Zásoby	42 227	27 883
C.I.1.	Materiál	1 912	861
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	6 145	5 139
C.I.3.	Výrobky	32 206	20 883
C.I.4.	Zvířata	0	0
C.I.5.	Zboží	1 964	1 000
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	11 732	7 937
C.II.1.	Pohledávky z obchodního styku	1 690	1 207
C.II.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0
C.II.3.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.II.4.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.II.5.	Jiné pohledávky	10 042	6 730
C.III.	Krátkodobé pohledávky	11 829	21 562
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	11 829	21 342
C.III.2.	Pohl. ke společníkům a sdruž.	0	0

		Počáteční stav	Konečný stav
C.III.3.	Sociální zabezpečení	0	0
C.III.4.	Stát - daňové pohledávky	0	220
C.III.5.	Stát - odložená daňová pohl.	0	0
C.III.6.	Pohl. v podnicích s rozh. vlivem	0	0
C.III.7.	Pohl. v podnicích s podst. vl.	0	0
C.III.8.	Jiné pohledávky	0	0
C.IV.	Finanční majetek	3 768	2 625
C.IV.1.	Peníze	98	959
C.IV.2.	Účty v bankách	3 670	1 666
C.IV.3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0
D.	<i>Ostatní aktiva - přechodné účty</i>	1 068	1 018
D.I.	Časové rozlišení	1 068	1 018
D.I.1.	Náklady příštích období	420	503
D.I.2.	Příjmy příštích období	569	505
D.I.3.	Kursově rozdíly aktivní	79	10
D.II.	Dohadné účty aktivní	0	0
	Kontrolní číslo	601 588	526 148

		Počáteční stav	Konečný stav
	PASIVA CELKEM	150 397	131 537
A.	<i>Vlastní jmění</i>	69 168	44 884
A.I.	Základní jmění	74 000	74 000
A.I.1.	Základní jmění	74 000	74 000
A.I.2.	Vlastní akcie	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	159	159
A.II.1.	Emisní ažio	159	159
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přeceň. maj.	0	0
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z kap. účastí	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	0	0
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0	0
A.III.2.	Nedělitelný fond	0	0
A.III.3.	Statutární a ostatní fondy	0	0
A.IV.	Hospodářský výsledek min. let	-2 171	-4 991
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-2 171	-4 991
A.V.	Hosp. výsl. běž. účet. období	-2 820	-24 284
B.	<i>Cizí zdroje</i>	79 712	80 672
B.I.	Rezervy	8 079	16 010
B.I.1.	Rezervy zákonné	8 000	16 000
B.I.2.	Rezerva na kursové ztráty	79	10
B.I.3.	Ostatní rezervy	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0
B.II.1.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.II.2.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.II.3.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0
B.II.4.	Emitované dluhopisy	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0
B.II.6.	Jiné dlouhodobé závazky	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	26 783	21 210
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	18 625	14 438
B.III.2.	Závazky ke společníkům a sdruž.	0	0
B.III.3.	Závazky k zaměstnancům	19	19
B.III.4.	Závazky ze sociálního zabezpeč.	4 239	4 276
B.III.5.	Stát - daňové závazky a dotace	1 701	325
B.III.6.	Stát - odložený daňový závazek	0	0
B.III.7.	Závazky k podnikům s rozhod. vl.	0	0
B.III.8.	Závazky k podnikům s podst. vl.	0	0
B.III.9.	Jiné závazky	2 199	2 152
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	44 850	43 452
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	29 450	27 348
B.IV.2.	Běžné bankovní úvěry	15 400	15 000
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	1 104

		Počáteční stav	Konečný stav
C.	<i>Ostatní pasiva</i>	1 517	5 981
C.I.	Časové rozlišení	1 518	5 981
C.I.1.	Výdaje příštích období	1 518	5 581
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0
C.I.3.	Kursovni rozdíly pasivní	0	400
C.II.	Dohadné účty pasivní	-1	0
	Kontrolní číslo	604 409	550 432

	Počáteční stav	Konečný stav
Tržby za prodej zboží	2 318	5 344
Nákl. vynalož. na prodané zboží	1 690	2 938
Obchodní marže	628	2 406
Výkony	47 173	89 659
Tržby za prodej vl. vyr. a služ.	40 059	90 584
Zm. stavu vnitr.pod. zás. výroby	7 114	-925
Aktivace	0	0
Výkonová spotřeba	26 006	47 016
Spotřeba materiálu a energie	17 941	24 125
Služby	8 065	22 891
Přidaná hodnota	21 795	45 049
Osobní náklady	14 995	26 803
Mzdové náklady	11 216	19 283
Odm. čl. orgánů spol. a družstva	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	3 779	6 424
Sociální náklady	0	1 096
Daně a poplatky	290	457
Odpisy nehmot. a hmot. majetku	1 384	3 371
Tržby z prod. inv. maj. a mater.	3 656	7 801
Zúst. cena prod. inv. maj. a mat	3 654	7 554
Zúčt. rezerv a čas. rozl. p. výn	4 281	5 059
Tvorba rez. a čas. roz.prov. nák	10 400	6 601
Zúčt. opr. položek do prov. výn.	0	0
Zúčt. opr. položek do prov. nák.	112	169
Ostatní provozní výnosy	28	348
Ostatní provozní náklady	447	837
Převod provozních výnosů	0	0
Převod provozních nákladů	0	0
<i>Provozní hospodářský výsledek</i>	-1 522	12 465
Tržby z prod. cen. pap. a vkladů	0	90
Prodané cen. papíry a vklady	0	90
Výnosy z finančních investic	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkl. v pod.	0	0
Výnosy z ost. cen. pap. a vkl.	0	0
Výnosy z ostatních fin. investic	0	0
Výn. z krátk. fin. majetku	0	0
Zúčt. rezerv do fin. výnosů	0	0
Tvorba rezerv na fin. náklady	0	7
Zúčt. opr. pol. do fin. výnosů	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. nákladů	0	0
Výnosové úroky	9	7
Nákladové úroky	4 159	8 827
Ostatní finanční výnosy	72	27
Ostatní finanční náklady	115	917

	Počáteční stav	Konečný stav
Převod finančních výnosů	0	0
Převod finančních nákladů	0	0
<i>Hosp. výsledek z fin. operací</i>	-4 193	-9 717
Daň z příjmů za běžnou činnost	28	0
- splatná	28	0
- odložená	0	0
<i>Hosp. výsl. za běžnou činnost</i>	-5 743	2 748
Mimořádné výnosy	21	68
Mimořádné náklady	0	50
Daň z příjmů z mim. činnosti	0	0
- splatná	0	0
- odložená	0	0
<i>Mimořádný hospodářský výsledek</i>	21	18
Přev. pod. na hosp. výsl. společ	0	0
Hospodářský výsledek za úč. obd.	-5 722	2 766
Hospodářský výsledek před zdaň.	214 304	2 766
Kontrolní číslo	428 608	436 019

0

	Počáteční stav	Konečný stav
Tržby za prodej zboží	5 344	8 704
Nákl. vynalož. na prodané zboží	2 938	5 255
Obchodní marže	2 406	3 449
Výkony	89 659	96 677
Tržby za prodej vl. vyr. a služ.	90 584	88 087
Zm. stavu vnitr.pod. zás. výroby	-925	8 590
Aktivace	0	0
Výkonová spotřeba	47 016	56 359
Spotřeba materiálu a energie	24 125	25 300
Služby	22 891	31 059
Přidaná hodnota	45 049	43 767
Osobní náklady	26 803	32 157
Mzdové náklady	19 283	23 065
Odm. čl. orgánů spol. a družstva	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	6 424	7 885
Sociální náklady	1 096	1 207
Daně a poplatky	457	438
Odpisy nehmot. a hmot. majetku	3 371	5 062
Tržby z prod. inv. maj. a mater.	7 801	7 108
Zúst. cena prod. inv. maj. a mat	7 554	7 014
Zúčt. rezerv a čas. rozl. p. výn	5 059	8 766
Tvorba rez. a čas. roz.prov. nák	6 601	5 337
Zúčt. opr. položek do prov. výn.	0	0
Zúčt. opr. položek do prov. nák.	169	169
Ostatní provozní výnosy	348	927
Ostatní provozní náklady	837	804
Převod provozních výnosů	0	0
Převod provozních nákladů	0	0
Provozní hospodářský výsledek	12 465	9 587
Tržby z prod. cen. pap. a vkladů	90	400
Prodané cen. papíry a vklady	90	400
Výnosy z finančních investic	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkl. v pod.	0	0
Výnosy z ost. cen. pap. a vkl.	0	0
Výnosy z ostatních fin. investic	0	0
Výn. z krátk. fin. majetku	0	0
Zúčt. rezerv do fin. výnosů	0	7
Tvorba rezerv na fin. náklady	7	0
Zúčt. opr. pol. do fin. výnosů	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. nákladů	0	0
Výnosové úroky	7	9
Nákladové úroky	8 827	9 901
Ostatní finanční výnosy	27	37
Ostatní finanční náklady	917	1 440

	Počáteční stav	Konečný stav
Převod finančních výnosů	0	0
Převod finančních nákladů	0	0
Hosp. výsledek z fin. operací	-9 717	-11 288
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0
- splatná	0	0
- odložená	0	0
Hosp. výsl. za běžnou činnost	2 748	-1 701
Mimořádné výnosy	68	381
Mimořádné náklady	50	149
Daň z příjmů z mim. činnosti	0	0
- splatná	0	0
- odložená	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	18	232
Přev. pod. na hosp. výsl. společ	0	0
Hospodářský výsledek za úč. obd.	2 766	-1 469
Hospodářský výsledek před zdaň.	2 766	-1 469
Kontrolní číslo	436 019	473 802

	Počáteční stav	Konečný stav
Tržby za prodej zboží	8 704	8 129
Nákl. vynalož. na prodané zboží	5 255	5 406
Obchodní marže	3 449	2 723
Výkony	96 677	91 767
Tržby za prodej vl. vyr. a služ.	88 087	91 003
Zm. stavu vnitr.pod. zás. výroby	8 590	764
Aktivace	0	0
Výkonová spotřeba	56 359	45 952
Spotřeba materiálu a energie	25 300	22 945
Služby	31 059	23 007
Přidaná hodnota	43 767	48 538
Osobní náklady	32 157	31 990
Mzdové náklady	23 065	23 036
Odm. čl. orgánů spol. a družstva	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	7 885	7 886
Sociální náklady	1 207	10 668
Daně a poplatky	438	52
Odpisy nehmot. a hmot. majetku	5 062	3 015
Tržby z prod. inv. maj. a mater.	7 108	6 195
Zúst. cena prod. inv. maj. a mat	7 014	5 969
Zúčt. rezerv a čas. rozl. p. výn	8 766	8 252
Tvorba rez. a čas. roz.prov. nák	5 337	4 040
Zúčt. opr. položek do prov. výn.	0	0
Zúčt. opr. položek do prov. nák.	169	155
Ostatní provozní výnosy	927	593
Ostatní provozní náklady	804	1 772
Převod provozních výnosů	0	0
Převod provozních nákladů	0	0
Provozní hospodářský výsledek	9 587	16 585
Tržby z prod. cen. pap. a vkladů	400	9 950
Prodané cen. papíry a vklady	400	11 586
Výnosy z finančních investic	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkl. v pod.	0	0
Výnosy z ost. cen. pap. a vkl.	0	0
Výnosy z ostatních fin. investic	0	0
Výn. z krátk. fin. majetku	0	0
Zúčt. rezerv do fin. výnosů	7	0
Tvorba rezerv na fin. náklady	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. výnosů	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. nákladů	0	0
Výnosové úroky	9	18
Nákladové úroky	9 901	8 865
Ostatní finanční výnosy	37	902
Ostatní finanční náklady	1 440	1 198

	Počáteční stav	Konečný stav
Převod finančních výnosů	0	0
Převod finančních nákladů	0	0
Hosp. výsledek z fin. operací	-11 288	-10 779
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0
- splatná	0	0
- odložená	0	0
Hosp. výsl. za běžnou činnost	-1 701	5 806
Mimořádné výnosy	381	812
Mimořádné náklady	149	92
Daň z příjmů z mim. činnosti	0	0
- splatná	0	0
- odložená	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	232	720
Přev. pod. na hosp. výsl. společ	0	0
Hospodářský výsledek za úč. obd.	-1 469	6 526
Hospodářský výsledek před zdaň.	-1 469	6 526
Kontrolní číslo	473 802	493 064

	Počáteční stav	Konečný stav
Tržby za prodej zboží	391	2 774
Nákl. vynalož. na prodané zboží	268	2 144
Obchodní marže	123	630
Výkony	5 864	113 149
Tržby za prodej vl. vyr. a služ.	4 778	105 871
Zm. stavu vnitr.pod. zás. výroby	1 086	7 278
Aktivace	0	0
Výkonová spotřeba	3 395	52 179
Spotřeba materiálu a energie	2 085	27 615
Služby	1 310	24 564
Přidaná hodnota	2 592	61 600
Osobní náklady	3 275	37 935
Mzdové náklady	2 364	26 943
Odm. čl. orgánů spol. a družstva	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	813	9 309
Sociální náklady	98	1 683
Daně a poplatky	15	98
Odpisy nehmot. a hmot. majetku	349	6 400
Tržby z prod. inv. maj. a mater.	653	6 837
Zúst. cena prod. inv. maj. a mat	628	6 862
Zúčt. rezerv a čas. rozl. p. výn	0	0
Tvorba rez. a čas. roz.prov. nák	0	8 000
Zúčt. opr. položek do prov. výn.	31	375
Zúčt. opr. položek do prov. nák.	14	565
Ostatní provozní výnosy	50	11 796
Ostatní provozní náklady	447	11 878
Převod provozních výnosů	0	0
Převod provozních nákladů	0	0
Provozní hospodářský výsledek	-1 402	8 870
Tržby z prod. cen. pap. a vkladů	0	0
Prodané cen. papíry a vklady	0	0
Výnosy z finančních investic	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkl. v pod.	0	0
Výnosy z ost. cen. pap. a vkl.	0	0
Výnosy z ostatních fin. investic	0	0
Výn. z krátk. fin. majetku	0	5
Zúčt. rezerv do fin. výnosů	0	239
Tvorba rezerv na fin. náklady	239	79
Zúčt. opr. pol. do fin. výnosů	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. nákladů	0	0
Výnosové úroky	7	20
Nákladové úroky	595	8 988
Ostatní finanční výnosy	22	241
Ostatní finanční náklady	80	3 165

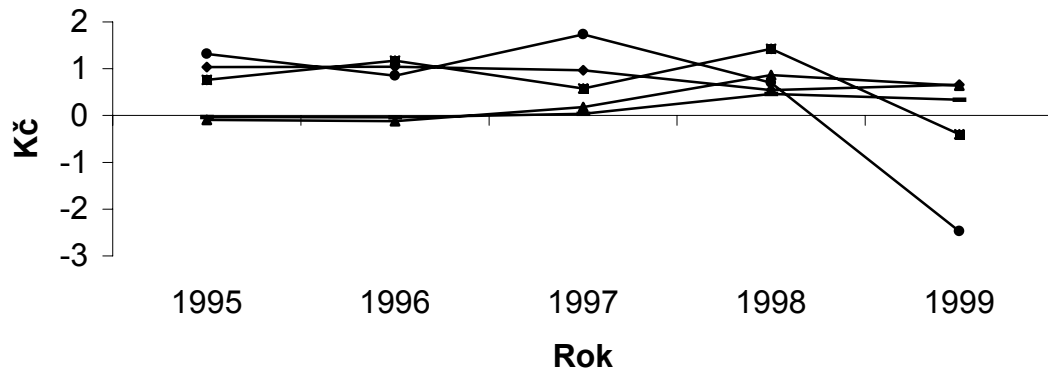
	Počáteční stav	Konečný stav
Převod finančních výnosů	0	0
Převod finančních nákladů	0	0
Hosp. výsledek z fin. operací	-885	-11 727
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	80
- splatná	0	80
- odložená	0	0
Hosp. výsl. za běžnou činnost	-2 287	-2 937
Mimořádné výnosy	116	971
Mimořádné náklady	0	810
Daň z příjmů z mim. činnosti	0	44
- splatná	0	44
- odložená	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	116	117
Přev. pod. na hosp. výsl. společ	0	0
Hospodářský výsledek za úč. obd.	-2 171	-2 820
Hospodářský výsledek před zdaň.	-2 171	-2 696
Kontrolní číslo	22 888	530 058

	Počáteční stav	Konečný stav
Tržby za prodej zboží	2 774	3 640
Nákl. vynalož. na prodané zboží	2 144	2 344
Obchodní marže	630	1 296
Výkony	113 149	94 410
Tržby za prodej vl. vyr. a služ.	105 871	107 728
Zm. stavu vnitr.pod. zás. výroby	7 278	-13 318
Aktivace	0	0
Výkonová spotřeba	52 179	55 631
Spotřeba materiálu a energie	27 615	29 101
Služby	24 564	26 530
Přidaná hodnota	61 600	40 075
Osobní náklady	37 935	38 976
Mzdové náklady	26 943	27 637
Odm. čl. orgánů spol. a družstva	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	9 309	9 570
Sociální náklady	1 683	1 769
Daně a poplatky	98	220
Odpisy nehmot. a hmot. majetku	6 400	7 656
Tržby z prod. inv. maj. a mater.	6 837	9 353
Zúst. cena prod. inv. maj. a mat	6 862	10 318
Zúčt. rezerv a čas. rozl. p. výn	0	0
Tvorba rez. a čas. roz.prov. nák	8 000	8 000
Zúčt. opr. položek do prov. výn.	375	771
Zúčt. opr. položek do prov. nák.	565	169
Ostatní provozní výnosy	11 796	6 982
Ostatní provozní náklady	11 878	9 702
Převod provozních výnosů	0	0
Převod provozních nákladů	0	0
Provozní hospodářský výsledek	8 870	-17 860
Tržby z prod. cen. pap. a vkladů	0	0
Prodané cen. papíry a vklady	0	0
Výnosy z finančních investic	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkl. v pod.	0	0
Výnosy z ost. cen. pap. a vkl.	0	0
Výnosy z ostatních fin. investic	0	0
Výn. z krátk. fin. majetku	5	0
Zúčt. rezerv do fin. výnosů	239	80
Tvorba rezerv na fin. náklady	79	9
Zúčt. opr. pol. do fin. výnosů	0	0
Zúčt. opr. pol. do fin. nákladů	0	0
Výnosové úroky	20	40
Nákladové úroky	8 988	6 988
Ostatní finanční výnosy	241	2 111
Ostatní finanční náklady	3 165	2 382

	Počáteční stav	Konečný stav
Převod finančních výnosů	0	0
Převod finančních nákladů	0	0
Hosp. výsledek z fin. operací	-11 727	-7 148
Daň z příjmů za běžnou činnost	80	0
- splatná	80	0
- odložená	0	0
Hosp. výsl. za běžnou činnost	-2 937	-25 008
Mimořádné výnosy	971	724
Mimořádné náklady	810	0
Daň z příjmů z mim. činnosti	44	0
- splatná	44	0
- odložená	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	117	724
Přev. pod. na hosp. výsl. společ	0	0
Hospodářský výsledek za úč. obd.	-2 820	-24 284
Hospodářský výsledek před zdaň.	-2 696	-24 284
Kontrolní číslo	530 058	393 034

Ukaz. zadl.

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel celkové zadluženosti	1,034	1,041	0,965	0,540	0,659
Ukazatel finanční nezávislosti	-0,034	-0,041	0,035	0,460	0,341
Ukazatel kapitálové přiměřenosti	-0,093	-0,117	0,181	0,867	0,637
Ukazatel úrokového krytí	1,313	0,852	1,736	0,700	-2,475
Ukazatel míry zatížení zisku úroky	0,761	1,174	0,576	1,428	-0,404



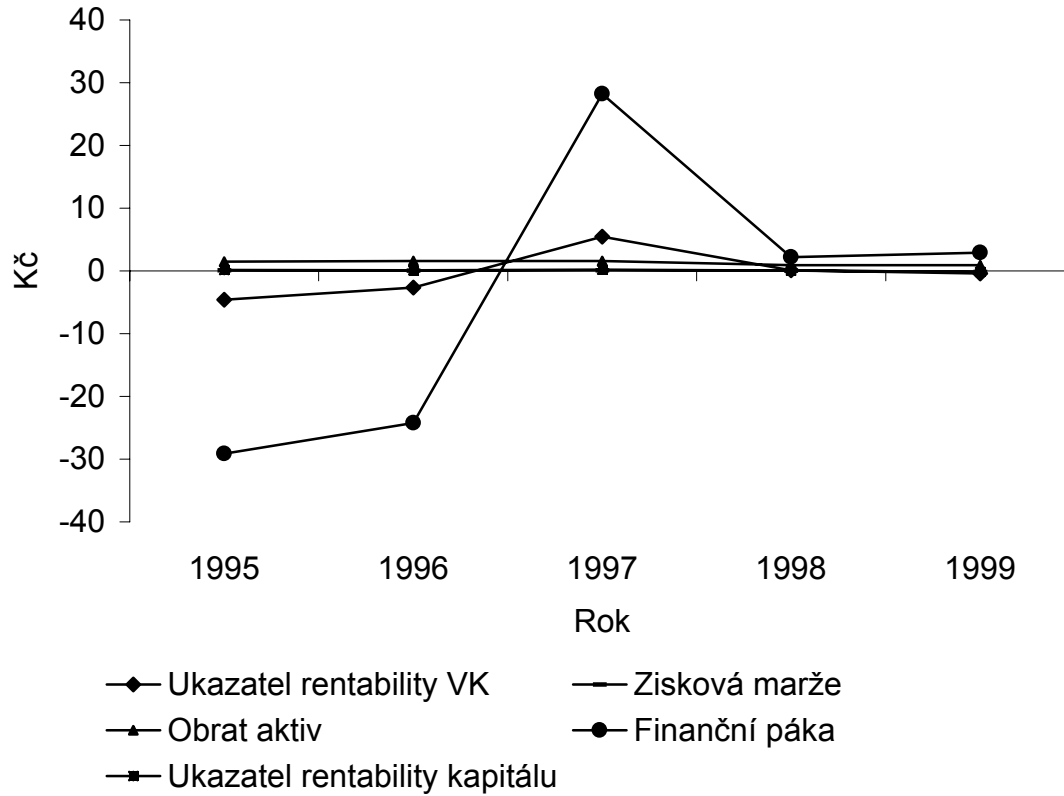
- ◆— Ukazatel celkové zadluženosti
- Ukazatel finanční nezávislosti
- ▲— Ukazatel kapitálové přiměřenosti
- Ukazatel úrokového krytí
- ×— Ukazatel míry zatížení zisku úroky

náklad.

	1995	1996	1997	1998	1999
N	5 752 439	6 466 028	5 774 936	5 818 976	4 517 632
N	-215 560	-239 925	198 100	4 495 920	2 468 620
WACC	5 536 879	6 226 103	5 973 036	10 314 896	6 989 252

ROE

	1995	1996	1997	1998	1999
Ukazatel rentability VK	-4,571	-2,636	5,439	0,091	-0,385
Zisková marže	0,107	0,069	0,122	0,046	-0,146
Obrat aktiv	1,467	1,587	1,585	0,907	0,898
Finanční páka	-29,134	-24,224	28,224	2,174	2,931
Ukazatel rentability kapitálu	0,157	0,109	0,193	0,042	-0,131



	Pře eliminací rezerv		Po eliminaci rezerv	
	1998	1998	1999	1999
Ukazatel rentability VK	0,091	0,207	-0,385	-0,207
Zisková marže	0,046	0,105	-0,146	-0,079
Obrat aktiv	0,907	0,907	0,898	0,898
Finanční páka	2,174	2,174	2,931	2,931
Ukazatel rentability kapitálu	0,042	0,095	-0,131	-0,071

EBIT-EPS

	1995	1996	1997	1998	1999
Ekonomická přidaná hodnota	2 005 410	-702 485	3 999 525	-7 292 128	-19 114 656

analýza K

Položky	1995	1996	1997	1998	1999	1996		1995 1997-1996
						abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	
Pasiva	73 885	77 491	79 873	150 397	131 537	3 606	4,88	2 382
Vlastní k.	-2 536	-3 199	2 830	69 168	44 884	-663	26,14	6 029
Základní	400	1200	1 200	74 000	74 000	800	200,00	0
Zisk	2 766	-1469	6526	-2 820	-24 284	-4 235	-153,11	7 995
Dotace	0	0	0	0	0	0	0,00	0
Cizí kapi	74 707	78 854	75 986	79 712	80 672	4 147	5,55	-2 868
Krát. cizí	18 541	32 831	43 152	42 183	37 314	14 290	77,07	10 321
Dlouh. ci	48 949	41791	32 834	29 450	27 348	-7 158	-14,62	-8 957
Rezervy	7 217	4 232	0	8 079	16 010	-2 985	-41,36	-4 232

Položky	1996		1995 1997-1996		97/96		1998-1997		98/97		99-98		99/98	
	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %	abs. rozdíl (y - y) v tis. Kč	relat.přirůstek [(y/y)-1]*100 v %
P	3 606	4,88	2 382	3,07	70 524	88,3	-18 860	-12,54						
VK	-663	26,14	6 029	-188,47	66 338	2 344,10	-24 284	-35,11						
ZJ	800	200	0	0	72 800	6 066,67	0	0						
ZJ	-4 235	-153,11	7 995	-544,25	-9 346	-143,21	-21 464	761,13						
D	0	0	0	0	0	0	0	0						
CK	4 147	5,55	-2 868	-3,64	3 726	4,9	960	1,2						
KCK	14 158	77,07	10 321	31,44	-969	-2,25	-4 869	-11,54						
DCK	-7 158	-14,62	-8 957	-21,43	-3 384	-10,31	-2 102	-7,14						
R	-2 985,00	-41,36	-4 232,00	-100,00	8 079,00	-	7 931	98,17						

analýza K

97/96	1998-1997	98/97	99-98	99/98
$[(y/y)-1]*100$ v %	(y - y) v tis. Kč	$[(y/y)-1]*100$ v %	(y - y) v tis. Kč	$[(y/y)-1]*100$ v %
3,07	70 524	88,30	-18 860	-12,54
-188,47	66 338	2344,10	-24 284	-35,11
0,00	72 800	6066,67	0	0,00
-544,25	-9 346	-143,21	-21 464	761,13
0,00	0	0,00	0	0,00
-3,64	3 726	4,90	960	1,20
31,44	-969	-2,25	-4 869	-11,54
-21,43	-3 384	-10,31	-2 102	-7,14
-100,00	8 079	-	7 931	98,17