

Univerzita Pardubice  
Dopravní fakulta Jana Pernera

Finanční analýza podniku Panav, a.s.

Bc. Ladislav Zajíček

Diplomová práce  
2009

Dopravní fakulta Jana Pernera  
Katedra dopravního managementu, marketingu a logistiky  
Akademický rok: 2008/2009

## **ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Ladislav ZAJÍČEK**

Studijní program: **N3708 Dopravní inženýrství a spoje**

Studijní obor: **Dopravní management, marketing a logistika**

Název tématu: **Finanční analýza podniku Panav, a.s.**

### **Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :**

Úvod

1. Charakteristika významu a metod zpracování finanční analýzy podniku.
2. Analýza současného stavu majetkové a kapitálové struktury podniku Panav, a.s.
3. Analýza absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů podniku Panav, a.s.
4. Komplexní posouzení finančního zdraví podniku Panav, a.s.
5. Návrh opatření na zlepšení finančního zdraví podniku

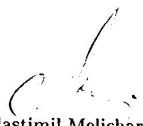
Závěr

Rozsah grafických prací: **dle doporučení vedoucího**  
Rozsah pracovní zprávy: **50 - 60 stran**  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**  
Seznam odborné literatury: **dle pokynů vedoucího práce**

Vedoucí diplomové práce: **prof. Ing. Vlastimil Melichar, CSc.**  
Katedra dopravního managementu, marketingu  
a logistiky  
Datum zadání diplomové práce: **28. listopadu 2008**  
Termín odevzdání diplomové práce: **25. května 2009**

  
prof. Ing. Bohumil Culek, CSc.  
děkan

L.S.

  
prof. Ing. Vlastimil Melichar, CSc.  
vedoucí katedry

V Pardubicích dne 28. listopadu 2008

## Prohlášení autora

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Pardubicích dne 25. 05. 2009

Bc. Ladislav Zajíček

## **Souhrn**

Jako hlavní cíl této diplomové práce jsem si stanovil provést finanční analýzu podniku Panav, a.s. Nejprve jsem stručně charakterizoval metodický aparát použitý pro samotnou analýzu, který jsem pak aplikoval na konkrétní hodnoty z období 2002 až 2007. Na základě takto získaných výsledků jsem ohodnotil finanční zdraví podniku a navrhl opatření k případnému zlepšení situace.

## **Klíčová slova**

Finanční analýza; Panav, a.s.; rozvaha; aktiva; pasiva; peněžní tok; EVA;

## **Title**

Financial analysis of company Panav, a.s.

## **Abstract**

I have chosen to complete financial analysis of company Panav, a.s. as a main theme of this thesis. Firstly I characterized methodical machinery used for the analysis itself, and then this machinery was applied on concrete figures from years 2002 to 2007. On the basis of such acquired results I evaluated financial health of the company and suggested steps to potential improvement of the situation.

## **Keywords**

Financial analysis; Panav, a.s.; balance; assets; debts; Cash flow; EVA;

# Obsah

Úvod a vymezení cíle práce.....	7
<b>1 Základní metody finanční analýzy.....</b>	<b>9</b>
1.1 Finanční analýza.....	9
1.1.1 Podstata finanční analýzy.....	9
1.1.2 Zdroje pro finanční analýzu .....	10
1.1.3 Uživatelé finanční analýzy .....	13
1.2 Přehled metod finanční analýzy .....	15
1.2.1 Metody finanční analýzy.....	16
1.2.2 Metody technické finanční analýzy .....	16
1.3 Analýza absolutních ukazatelů.....	17
1.3.1 Horizontální analýza .....	17
1.3.2 Vertikální analýza .....	17
1.4 Analýza rozdílových ukazatelů .....	18
1.5 Analýza poměrových ukazatelů .....	18
1.5.1 Ukazatele likvidity (Liquidity Ratios) .....	19
1.5.2 Ukazatele aktivity (Activity Ratios) .....	20
1.5.3 Ukazatele zadluženosti (Leverage Ratios).....	23
1.5.4 Ukazatele rentability (Profitability Ratios).....	25
1.5.5 Ukazatele kapitálového trhu.....	27
1.6 Pravidla financování.....	29
1.6.1 Zlaté pravidlo financování .....	29
1.6.2 Pravidlo vyrovnání rizika.....	29
1.6.3 Pari pravidlo .....	29
1.6.4 Poměrové pravidlo.....	30
1.7 Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu.....	30
1.8 Analýza finanční páky .....	31
1.9 Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA.....	32
1.10 Srovnání s výsledky v oboru.....	33
1.11 Komplexní metody hodnocení podniku.....	33
1.11.1 Altmanova analýza .....	33
1.11.2 Indexy IN.....	34
1.11.3 Tafflerův model .....	36
1.11.4 Kralickův Quick test .....	37
<b>2 Charakteristika podniku Panav, a.s. ....</b>	<b>39</b>
2.1 Základní identifikace podniku.....	39
2.2 Historie podniku .....	39
2.3 Organizační struktura.....	40
<b>3 Analýza absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů podniku Panav, a.s.....</b>	<b>41</b>
3.1 Horizontální analýza.....	41
3.1.1 Horizontální analýza rozvahy - aktiv.....	41

3.1.2	Horizontální analýza rozvahy - pasiv .....	43
3.1.3	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	44
3.2	Vertikální analýza.....	46
3.2.1	Vertikální analýza rozvahy – aktiv .....	46
3.2.2	Vertikální analýza rozvahy - pasiv .....	48
3.2.3	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	50
3.3	Analýza rozdílových ukazatelů (ČPK) .....	51
3.4	Analýza poměrových ukazatelů .....	53
3.4.1	Ukazatele likvidity .....	53
3.4.2	Ukazatele aktivity .....	54
3.4.3	Ukazatele zadluženosti.....	55
3.4.4	Ukazatele rentability .....	56
3.4.5	Ukazatele kapitálového trhu.....	58
3.5	Pravidla financování .....	59
3.5.1	Zlaté pravidlo financování .....	59
3.5.2	Pravidlo vyrovnání rizika.....	59
3.5.3	Pari pravidlo .....	60
3.5.4	Poměrové pravidlo .....	60
3.6	Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu.....	61
3.7	Analýza finanční páky .....	62
3.8	Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA.....	62
3.9	Srovnání s výsledky v oboru.....	63
<b>4</b>	<b>Komplexní posouzení finančního zdraví podniku Panav, a.s. ....</b>	<b>65</b>
4.1	Altmanova analýza .....	65
4.2	Indexy IN .....	65
4.3	Tafflerův model.....	67
4.4	Kralický Quick test.....	67
	<b>Závěr .....</b>	<b>69</b>
	<b>Seznam literatury .....</b>	<b>73</b>
	<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>75</b>
	<b>Seznam obrázků .....</b>	<b>76</b>
	<b>Seznam zkratk .....</b>	<b>77</b>
	<b>Seznam příloh .....</b>	<b>78</b>

## Úvod a vymezení cíle práce

Finanční analýza je oblast, která představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku, protože zajišťuje zpětnou vazbu mezi předpokládaným efektem řídicích rozhodnutí a skutečností. S její pomocí je možno plánovat a odhadovat vývoj budoucí.

V této moderní době už je snad povinností každého podniku neustále analyzovat svou činnost, vypracovávat kvalifikované a pravidelné diagnózy o hospodaření podniku a v neposlední řadě se snažit vyzorovat určité náznaky nepříznivých vlivů, které by mohly náš podnik v budoucnu ohrozit. Tyto postupy by měly předcházet všem důležitým finančním a investičním rozhodnutím, které mají zásadní vliv na budoucí vývoj podniku.

Za cíl si klade ohodnotit finanční zdraví podniku, identifikovat silné, ale hlavně i slabé stránky podniku. Na jejich základě pak optimálně přizpůsobovat objem výroby, výrobní sortiment, strukturu financování nebo například počet zaměstnanců v závislosti na změnách tržního prostředí a celkového vývoje na trhu.

Důležité je však si připomenout, že klíčovou snahou finanční analýzy je postarat se o to, aby vrcholní představitelé společnosti (manažeři) nebyli přehlceni informacemi, tedy stručně řečeno to znamená, že jejím úkolem je vybrat z mnoha méně důležitých informací ty klíčové, které mají pro nás vysokou vypovídací schopnost a na jejichž základě je možné přijímat ty nejdůležitější rozhodnutí týkající se chodu a rozvoje firmy.

Tato práce pojednává o finanční analýze podniku Panav, a.s.. Jejím cílem je analyzovat situaci a vývoj podniku v letech 2002 až 2007. Jedním z důvodů, proč jsem si vybral jako téma pro svojí diplomovou práci Finanční analýzu Panav, a.s. byl fakt, že bydlím v blízkém okolí Senice na Hané, kde tato společnost sídlí. Je tedy pro mě osobně zajímavé zjistit, jak společnost hospodaří a jaká je její finanční situace. Druhým důvodem bylo to, že se společnost zaměřuje na výrobu dopravních prostředků, což má blízko k mému studijnímu oboru.

Práce se skládá ze dvou částí, teoretické a praktické. V první (teoretické) části stručně charakterizují metodický aparát použitý pro samotnou analýzu podniku Panav, a.s. Druhou (praktickou) část zahájí popis společnosti Panav, a.s., výčet předmětů podnikání a historie společnosti. Následuje samotná finanční analýza. Nejprve se zaměřím na analýzu účetních výkazů, jak horizontální, tak vertikální. Na ni pak naváže analýza rozdílových ukazatelů, kde bude pozornost věnována především analýze pracovního kapitálu. Poté následuje analýza poměrových ukazatelů. Zde se zaměřím na ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a kapitálového trhu. Budu pokračovat zlatými bilančními pravidly, nebo-li



pravidly financování. Dále se budu zabývat rozkladem ukazatele ROE (Du Pontova analýza) a analýzou finanční páky. Na to vše naváže rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA, která je důležitá především z hlediska potenciačních investorů.

Další podkapitolou finanční analýzy jsou bonitní a bankrotní modely. Konkrétně se budu zabývat Altmanovým bankrotním indexem, indexem IN 95, IN 99 a IN 01. Poté následuje stanovení míry hrozby bankrotu pomocí Tafflerova modelu. Jako poslední bude určen finanční stav podniku dle Kralickova rychlého testu.

Analýza bude vyhodnocována na základě získaných údajů za šest po sobě jdoucích účetních období (2002-2007). Na závěr bych rád upozornil, že aktuálnější data bohužel v době zpracování této diplomové práce nebyly k dispozici.

# 1 Základní metody finanční analýzy

Tahle první část diplomové práce je věnována popisu teoretického aparátu, který bude později použit v praktické části mojí diplomové práce.

## 1.1 Finanční analýza

### 1.1.1 Podstata finanční analýzy

„Finanční účetnictví poskytuje mnoho údajů, které jsou základem pro informace o stavu podniku, jeho slabých a silných stránkách a o mnohém dalším. Avšak tyto informace je třeba správně interpretovat, správně jejich hodnoty pochopit provázat je tak, aby podaly stručný, jasný a výstižný přehled o stavu podniku. Proto existuje finanční analýza, která skládá jednotlivé kusé informace finančního účetnictví a sestavuje je do přehledného dokumentu, který umožňuje analyzovat dosavadní vývoj podniku a jeho finanční sílu.“<sup>1</sup>

„Finanční analýza má za úkol poskytovat především informace o finanční situaci podniku, které využívá široké spektrum interních i externích subjektů. Finanční analýza v užším pojetí hodnotí současný stav a minulý vývoj financí podniku na základě rozboru účetních výkazů. V širším pojetí se potom zaměřuje na budoucí vývoj, ve kterém vychází z výsledků analýzy účetních výkazů a nebo z chování kapitálového trhu.“<sup>2</sup>

„Finanční analýza je oblastí, která představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku. Přitom pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniku se využívá celá řada poměrových ukazatelů. Smyslem využití ukazatelů je posoudit a zhodnotit finanční situaci podniku a formulovat doporučení pro jeho další vývoj.

Hlavním úkolem finanční analýzy je pokud možno komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zjištění další prosperity podniku, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením všech jeho podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti. Finanční situaci je tedy nutno chápat jako komplexní více kriteriální model skládající se z mnoha dílčích charakteristik a jejich vazeb.

---

<sup>1</sup> KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví – světový koncept*, 3. aktual. vyd, Praha: Polygon, 2002. ISBN 80-7273-062-2

<sup>2</sup> GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0684-X.

Finanční analýzu lze rozčlenit na tři na sebe navazující postupné fáze: diagnóza základních charakteristik (indikátorů) finanční situace, hlubší rozbor příčin zjištěného stavu, identifikace faktorů nežádoucího vývoje a návrh opatření.

Finanční údaje jsou důležitým zdrojem informací o podniku, odrážejí úroveň podniku a jeho konkurenceschopnost. Zájem o tyto informace má mnoho subjektů, tak jak to vyplývá ze složitosti vztahů podniku. Potřebu finančních informací jednotlivých zainteresovaných subjektů lze rozdělit z různých pohledů takto.

Podle zdrojů finančních prostředků: vlastníci (investoři), věřitelé (banky), obchodní věřitelé (dodavatelé). Podle pravomocí v řízení podniku: vlastníci, management podniku, vnitropodnikové hospodářské jednotky. Podle typu podílu na výstupech podniku: zaměstnanci, obchodní dodavatelé, banky, investoři, stát, management.<sup>3</sup>

### 1.1.2 Zdroje pro finanční analýzu

Informační zdroje se dělí do tří skupin. První z nich jsou zdroje finančních informací, které využívají účetní výkazy, informace finančních analytiků, výroční zprávy apod. Druhou skupinu tvoří kvantifikované nefinanční informace, kam patří podnikové plány, kalkulace, statistika apod. Poslední skupinou jsou nekvantifikované informace jako zprávy vedoucích pracovníků, auditorů, odborný tisk apod.

„Základním zdrojem informací pro finanční analýzu je účetní závěrka. V České republice upravuje tuto oblast především zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a dále od 1.1.2003 soubor opatření, kterými se stanoví účetní osnova a postupy účtování.“<sup>4</sup>

Finanční analytik čerpá data především z roční účetní závěrky (její nedílnou součástí jsou účetní výkazy), kterou je povinna sestavit každá účetní jednotka na konci svého účetního období. Mezi složky účetní závěrky patří rozvaha (bilance), výkaz zisků a ztrát (výsledovka) a příloha včetně přehledu peněžních toků (cash-flow).

Pro interní uživatele není problém získat veškeré potřebné informace. Externí uživatelé se však často potýkají s tímto problémem. I když by se ze zákona měly tyto účetní výkazy pravidelně zveřejňovat, spousta firem tak nečiní a raději platí pokuty. Děje se tak kvůli podnikovému tajemství a schovávání údajů před konkurencí.

---

<sup>3</sup> DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

<sup>4</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

## **A Rozvaha**

Rozvaha patří k nejdůležitějším účetním výkazům. Jsou v ní uvedeny jednotlivé položky aktiv a pasiv, stav majetku v podniku, zdroje jeho krytí. Tento účetní výkaz se sestavuje k určitému datu, kterým je většinou poslední den účetního období. Položky rozvahy se uvádí v peněžním vyjádření.

Pokud se mluví o majetku z hlediska jeho konkrétní formy, ve které se projevuje, jedná se o aktiva. Jestliže se mluví o finančních zdrojích, ze kterých byl majetek pořízen, jedná se o pasiva.

Rozvaha se vyznačuje specifickou charakteristikou, a tou je bilanční princip, tzn. Výše majetku se rovná výši zdrojů. Platí bilanční rovnice:

$$AKTIVA = PASIVA$$

### **a) Aktiva**

„Aktiva jsou výsledkem minulých investičních rozhodnutí a jsou uspořádána jednak dle funkce, kterou podnik plní, dále dle času, po který je majetek v podniku vázán a posledním kritériem je likvidita.“<sup>5</sup> Aktiva jsou tvořena dlouhodobým (hmotným, nehmotným a finančním) majetkem, oběžnými a ostatními aktivy (věcnými a peněžními).

### **b) Pasiva**

V pasivech je na rozdíl od aktiv zachycena kapitálová struktura podniku, z něhož je majetek společnosti financován. Jelikož můžeme získat potřebné zdroje jak z vlastních, tak i z cizích zdrojů, rozlišují se zde dvě základní složky pasiv: vlastní a cizí kapitál. Vlastní kapitál je popisován jako celkový kapitál, který do podniku vložili sami vlastníci. Cizí kapitál představuje závazky, které pochází z vně firmy a vztahují se k určitým hospodářským operacím firmy a jejich základní struktura členění je lhůta splatnosti.

## **B Výkaz zisků a ztrát**

Výkaz zisku a ztráty je hlavním ukazatelem výsledku hospodaření společnosti. Obsahuje výnosy za běžné období snížené o náklady vynaložené za účelem vytvoření výnosů. Náklad chápeme jako peněžní vyjádření spotřeby výrobních činitelů, výnos poté jako peněžní vyjádření výsledků plynoucích z provozování podniku. Rozdíl mezi rozvahou a výkazem zisku a ztráty je v tom, že rozvaha ukazuje veličiny stavové, zatímco výkaz zisku a ztráty udává veličiny tokové.

---

<sup>5</sup> KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví – světový koncept*, 3. aktual. vyd, Praha: Polygon, 2002. ISBN 80-7273-062-2

„Tento výkaz má za úkol informovat o finanční výkonnosti podniku. Výkaz má vertikální podobu a je uspořádán stupňovitě – tak, aby umožnil vyčíslit:

- provozní hospodářský výsledek (před zdaněním),
- hospodářský výsledek z finančních operací před zdaněním,
- hospodářský výsledek za běžnou činnost po zdanění daní z příjmů,
- mimořádný hospodářský výsledek po zdanění,
- celkový účetní hospodářský výsledek za účetní období po zdanění daní z příjmů a před zdaněním.“<sup>6</sup>

### **C Příloha**

Příloha se postupem změn stala jednou z důležitých součástí účetní závěrky. Slouží externím uživatelům k dokreslení si představy o hospodaření podniku. Příloha doplňuje a vysvětluje rozvahu a výkaz zisků a ztrát.

Obsah přílohy tvoří:

- obecné informace – charakteristiku podniku, jeho právní formu, organizační strukturu, počet zaměstnanců, kapitálové účasti, informace o použitých účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování,
- doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztráty,
- přehled o peněžních tocích (cash-flow),
- přehled o změnách vlastního kapitálu – sestavují podnikatelé, kteří mají povinnost mít účetní závěrku ověřenou auditorem, a dále státní podniky.

### **D Přehled o peněžních tocích**

„Účelem analýzy výkazu peněžních toků (Cash Flow, CF) je objasnit hlavní faktory, které ovlivňují příjem (Inflow), výdej (Outflow) hotovosti a z toho plynoucí stav hotovosti k určitému okamžiku. Cash Flow je toková veličina vyjadřující rozdíl přítoku a odtoku hotovosti za určité období. Význam pojmu Cash Flow ve srovnání se ziskem vyplývá z toho, že vyjadřuje reálnou a nezkreslenou skutečnost. Cash Flow a zisk představují dvě kategorie, se kterými podnikový management denně pracuje.“<sup>7</sup>

Přehled o finančních tocích se z pravidla rozlišuje dle základních aktivit podniku na Cash Flow z provozní, investiční a finanční činnosti. Pro vykázání peněžních toků je možno využít metody přímé či nepřímé.

---

<sup>6</sup> KOVANICOVÁ, D. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. Praha: Polygon, 1998. ISBN 80-85967-55-3.

<sup>7</sup> DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

#### **a) Přímá metoda**

CF se vypočte jako rozdíl výnosů, které jsou současně peněžními příjmy a náklady, které jsou současně peněžními výdaji.

$$CF = \text{výnosy znamenající příjmy} - \text{náklady znamenající výdaje}$$

#### **b) Nepřímá metoda**

Tato metoda vychází z rozvahových a výsledkových operací (resp. položek), které mají vztah k peněžním prostředkům. Pro sestavení výkazu je třeba mít k dispozici výkaz zisků a ztrát za běžné účetní období, rozvahu počátečního a účetního období. Z výkazu zisků a ztrát zjistíme pro nás důležitý hospodářský výsledek za účetní období EAT, z počáteční a konečné rozvahy zjišťujeme změny rozvahových položek.

Nepřímá metoda spočívá v úpravě hospodářského výsledku EAT o další položky dle daného schématu:

$$\begin{aligned} & \text{EAT} \\ & - \text{výnosy, které nejsou peněžním příjmem} \\ & + \text{náklad, které nejsou peněžním příjmem} \\ & \quad - \text{zvýšení aktiv nebo snížení pasiv} \\ & \quad + \text{snížení aktiv nebo zvýšení pasiv} \\ & = \text{Cash flow (nepřímá metoda)} \end{aligned}$$

Obě metody rozlišují 3 oblasti činnosti podniku:

- *provoz* (výroba, prodej výrobků a služeb) – výsledky provozní činnosti (čistý provozní zisk), změny pohledávek u odběratelů, změny zásob a jiné,
- *investice* – změny investičního majetku a jeho zdrojů,
- *finance* – fondy plynoucí z použití úvěrů, dluhů, společných akcií, placení dividend.

### **1.1.3 Uživatelé finanční analýzy**

„Informace, které se týkají finančního stavu podniku, jsou předmětem zájmu nejen manažerů, ale i mnoha dalších subjektů přicházejících tak, či onak do kontaktu s daným podnikem. Uživatelé finanční analýzy jsou jednak externí, jednak interní. K externím uživatelům patří:

- investoři,
- banky a jiní věřitelé,
- stát a jeho orgány,

- obchodní partneři (zákazníci a dodavatelé),
- manažeři, konkurence apod.

K interním uživatelům výsledků finanční analýzy patří:

- manažeři,
- odboráři,
- zaměstnanci.<sup>8</sup>

### **Investoři**

„Investoři (akcionáři a ostatní), kteří jsou pro podnik poskytovateli kapitálu, sledují finanční výkonnost podniku ze dvou hlavních důvodů. Prvním z nich je získání dostatečného množství informací pro rozhodování o případných investicích v daném podniku. Hlavní pozornost pak zaměřují k míře rizika a výnosu spojených s vloženým kapitálem. Druhým důvodem je získávání informací, jak podnik nakládá se zdroji, které již investoři podniku poskytl. Tento aspekt je zvláště důležitý v akciových společnostech, a to proto, že dochází k oddělení vlastnictví od řízení: vlastníci kontrolují, jak manažeři hospodaří. Management má zpravidla značnou volnost v jednání při dispozici s majetkem podniku. Praxe potvrzuje, že dochází k rozporům mezi zájmy akcionářů a manažerů“<sup>9</sup>

### **Banky a ostatní věřitelé**

„Věřitelé využívají informací finanční analýzy především pro závěry o finančním stavu potencionálního nebo již existujícího dlužníka; věřitel se rozhoduje, zda poskytne nebo neposkytne úvěr, v jaké výši a za jakých podmínek. Pravidelný reporting podniku bance o vývoji finanční situace tvoří integrální součást úvěrových smluv.“<sup>10</sup>

### **Stát a jeho orgány**

„Stát zaměřuje pozornost na kontrolu správnosti vykázaných daní. Státní orgány využívají informace o podnicích i pro různá statistická šetření, kontrolu podniků se státní majetkovou účastí, rozdělování finančních výpomocí (dotace, subvence, garance úvěrů apod.) a získávání přehledu o finančním stavu podniků, kterým byly v rámci veřejné soutěže svěřeny státní zakázky.“<sup>11</sup>

### **Obchodní partneři**

„Těžiště pozornosti obchodních partnerů, dodavatelů směřuje především ke schopnosti podniku hradit splatné závazky; sledují zvláště solventnost, likviditu a zadluženost. Tyto

<sup>8</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>9</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>10</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>11</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

ukazatele jsou výrazem krátkodobého zájmu obchodních partnerů; k tomu však přistupuje i neméně významné hledisko dlouhodobé, tj. předpoklady dlouhodobé stability dodavatelských vztahů. Odběratelé mají zájem na příznivé finanční situaci dodavatele. Jedná se zejména o ty odběratele, jejichž možnosti nákupu, při případném bankrotu dodavatelského podniku jsou do značné míry omezené. Prioritním cílem je tedy bezproblémové zajištění výroby.<sup>12</sup>

### **Manažeři**

„Manažeři využívají výstupy finanční analýzy pro operativní i strategické finanční řízení podniku. Z hlediska přístupu k informacím mají ty nejlepší předpoklady pro zpracování finanční analýzy, neboť disponují i těmi informacemi, které nejsou veřejně dostupné externím zájemcům (investorům, bankám atd.). Manažeři znají pravdivý obraz finanční situace a zpravidla jej využívají ke své každodenní práci. Jedná se o to, aby veškerá činnost byla podřizována základnímu cíli podniku.“<sup>13</sup>

### **Zaměstnanci**

„Zaměstnanci podniku mají přirozený zájem na prosperitě, hospodářské a finanční stabilitě svého podniku. Jde o perspektivu a jistotu zaměstnání, o možnosti v oblasti mzdové a sociální, popř. další výhody poskytované zaměstnavatelem.“<sup>14</sup>

## **1.2 Přehled metod finanční analýzy**

Struktura finanční analýzy, na rozdíl od finančního účetnictví, není žádným způsobem legislativně upravena. Ačkoliv neexistuje nějaká oficiální metodika finanční analýzy, vytvořily se určité obecně přijímané analytické postupy. V praxi se můžeme setkat s nejrůznějšími technikami a metodami analýzy. Nejednotnost metod tak komplikuje provádění finanční analýzy.

Za základní rozborové techniky se považuje:

- a) **metoda absolutní** - analyzují se přímo položky účetních výkazů, používají se hlavně k analýze vývojových trendů (horizontální analýza) a k analýze komponent (vertikální analýza).
- b) **metoda relativní** - analyzují se poměry položek účetních výkazů.

---

<sup>12</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>13</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>14</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9



### 1.2.1 Metody finanční analýzy

Postupem let se vyvinuly všeobecně přijímané metody a techniky zpracování finanční analýzy.

Metody lze členit na:

**1) fundamentální finanční analýzu** - zabývá se spíše kvalitativními údaji o podniku. Základní metodou je odborný odhad, který je založen na empirických a teoretických zkušenostech analytika. Je upřednostňována při velkých změnách podmínek, které vylučují využití extrapoláčnických metod v rámci technické finanční analýzy.<sup>15</sup>

**2) technickou finanční analýzu** - se zabývá kvantitativním zpracováním ekonomických dat, využívá k tomu matematické, matematicko-statistické a další algoritmizované metody. Výsledky jsou vyhodnocovány jak kvantitativně, tak i kvalitativně.

### 1.2.2 Metody technické finanční analýzy

Metody technické finanční analýzy lze členit na:

- elementární metody,
- vyšší metody.

#### Elementární metody

Mezi elementární metody patří:

- analýza absolutních ukazatelů,
- analýza rozdílových ukazatelů,
- analýza poměrových ukazatelů,
- pyramidové rozklady ukazatelů.

#### Vyšší metody

Vyšší metody se člení na matematicko-statistické a nestatistické metody.

*Matematicko-statistické metody* jsou ve srovnání s elementárními metodami méně používané, vzhledem ke své složitosti vyžadují použití výpočetní techniky. V praxi se nejčastěji používá regresní a diskriminační analýza a výpočet korelačních koeficientů. Dalšími metodami jsou např. bodové odhady a statistické testy odlehlých dat.

U *nestatistických metod* analytici ve své práci používají údaje, které jsou většinou neurčitého charakteru. Pracují s odhady, predikcemi a prognózami. Kvůli tomu je třeba vybrat takové metody, které co nejvíce potlačí neurčitost vstupních údajů. Používají se např. neuronové sítě, teorie deterministického chaosu, fraktální geometrie a fuzzy metody.

---

<sup>15</sup> KRAFTOVÁ, I. *Finanční analýza municipální firmy*. Praha: C. H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-778-2.

## 1.3 Analýza absolutních ukazatelů

Tato metoda spočívá v používání údajů přímo zjištěných v účetních výkazech. Jsou to tzv. absolutní ukazatele, které se nemusí pro potřebu finanční analýzy upravovat. Dělí se na stavové – uváděny v rozvaze (údaje o stavu majetku a zdrojů financování k určitému datu) a tokové – uváděny ve výkazu zisků a ztrát (údaje za určité období).

Tyto ukazatele používáme zejména k analýze vývojových trendů – horizontální analýze a k analýze komponent – vertikální analýze (procentní analýza).

### 1.3.1 Horizontální analýza

Tato trendová analýza slouží k porovnání absolutních a procentních změn v čase. Důležité je mít k dispozici informace z účetních výkazů za minimálně dva po sobě jdoucí roky.

Výpočet je takový:

- 1) nejprve se vypočítá rozdíl mezi dvěma obdobími:

$$\text{absolutní změna} = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}$$

- 2) zjistíme celkovou procentní změnu oproti předchozímu roku

$$\text{procentní změna} = (\text{absolutní změna} / \text{hodnota}_{t-1}) * 100$$

K výpočtu procentní změny můžeme dále použít index a to buď řetězový nebo bazický.

„**Bazické indexy** srovnávají hodnoty jednoho ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou toho samého ukazatele ve vybraném stále stejném období, které bereme jako základ pro porovnání.

Oproti tomu **řetězové indexy** porovnávají hodnoty určitého ukazatele ve zvolených obdobích s hodnotou toho samého ukazatele v předchozím období.“<sup>16</sup>

### 1.3.2 Vertikální analýza

Vychází z procentního poměru jednotlivých složek účetního výkazu vztažené k vybrané základně, zpravidla to bývá v rozvaze bilanční suma, u výkazu zisků a ztrát celková suma výnosů nebo tržeb. Tato metoda se počítá v jednotlivých letech odshora dolů, ne napříč jako u předchozí analýzy, nazývá se proto vertikální analýza.

---

<sup>16</sup> KOLÁŘ, P.; MRKVIČKA, J. *Finanční analýza*. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357-219-2.

## 1.4 Analýza rozdílových ukazatelů

Absolutní ukazatelé slouží pouze pro srovnávání údajů jen uvnitř podniku. Při výpočtu jejich rozdílů dostáváme rozdílové ukazatele, které představují další možnost hodnocení finanční situace podniku. Zkoumají rozdíly mezi souhrnem určitých položek aktiv a pasiv, nazývané „fondy“.

Nejčastěji používaný fond je čistý pracovní kapitál. Pro potřeby finanční analýzy je nutné rozlišit pracovní kapitál brutto a pracovní kapitál netto (čistý pracovní kapitál). Pracovní kapitál brutto je roven sumě oběžných aktiv. Pokud od oběžných aktiv odečteme krátkodobé závazky, získáme čistý pracovní kapitál:

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky} - \text{Krátkodobé finanční úvěry a výpomoci}$$

Čistý pracovní kapitál má vliv na platební schopnost podniku. Jestliže má být podnik likvidní, musí držet potřebnou výši relativně volného kapitálu – čistého pracovního kapitálu. Čím je jeho hodnota vyšší, tím větší je schopnost podniku hradit své finanční závazky. Pokud tento ukazatel nabývá záporných hodnot, jedná se o nekrytý dluh. S ukazatelem čistého pracovního kapitálu jako mírou likvidity je třeba zacházet velmi obezřetně, protože může zahrnovat málo likvidní nebo dokonce dlouhodobě či trvale nelikvidní položky, jako např. nevymahatelné pohledávky, zastaralé neprodejné zásoby, neprodejné výrobky apod.<sup>17</sup>

## 1.5 Analýza poměrových ukazatelů

„Poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem, jádrem finanční analýzy. Tyto ukazatele se vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti.“<sup>18</sup>

Klasifikace poměrových ukazatelů není jednotná, ale zpravidla se dělí do těchto skupin:

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

<sup>17</sup> GRÜN WALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0684-X.

<sup>18</sup> GRÜN WALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0684-X.

### 1.5.1 Ukazatele likvidity (Liquidity Ratios)

Pojmy, které se k této oblasti váží, jsou solventnost, likvidita a likvidnost. Solventnost je vyjádřením schopnosti podniku hradit včas, v požadované výši a na požadovaném místě všechny splatné závazky. Likvidita je vyjádřením schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky. Likvidnost vyjadřuje míru obtížnosti transformace majetku do hotovostní formy. Je obecnou charakteristikou majetku; jednotlivé majetkové části se liší podle schopnosti rychlosti přeměny. Likvidnost se váže především k majetkovým složkám, které nazýváme oběžná aktiva; na straně pasiv mají protipoložku v krátkodobých závazcích.

Čím je hodnota ukazatelů vyšší, tím menší je riziko platební neschopnosti podniku. Na druhou stranu příliš vysoká hodnota oběžných aktiv má nepříznivý vliv na rentabilitu kapitálu, a proto spíše hledáme optimální hodnoty těchto ukazatelů.

Ukazatele se získávají z položek rozvahy, kde jsou aktiva seřazena podle stupně jejich likvidnosti. K nejlikvidnějším prostředkům patří např. peníze v hotovosti a na běžném účtu. Mezi prostředky 2. stupně likvidnosti náleží krátkodobé pohledávky. Na posledním místě jsou pak zásoby.

Na toto odstupňování likvidnosti oběžného majetku navazují stupně likvidity podniku:

- likvidita 1. stupně – okamžitá (peněžní, hotovostní) likvidita,
- likvidita 2. stupně – pohotová (rychlá) likvidita,
- likvidita 3. stupně – běžná likvidita.

#### **Běžná likvidita (Current ratio)**

Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, tj. kolika jednotkami (Kč) oběžných aktiv je kryta jedna jednotka (1 Kč) krátkodobých závazků. Ukazatel bývá někdy rovněž nazýván ukazatelem solventnosti či ukazatelem pracovního kapitálu a je považován za jeden z významných indikátorů platební schopnosti podniku.

Běžná likvidita má význam zejména pro věřitele podniku. Poskytuje jim informace, do jaké míry jsou jejich investice chráněny hodnotou majetku. Výše ukazatele se musí posuzovat s ohledem na konkrétní podmínky podniku. „Přiměřená výše se pohybuje v rozmezí intervalu 1,5-2,5.“<sup>19</sup> Pokud hodnota klesne pod 1,5 hrozí, že podnik bude

---

<sup>19</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

neschopný splatit své závazky. Při vyšší hodnotě než je „optimum“ se snižuje celková ziskovost společnosti.

$$\text{Běžná likvidita} = \text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky}$$

#### **Pohotová likvidita (Quick ratio)**

„Ne všechna aktiva podniku jsou stejně likvidní. Ve snaze odstranit z ukazatele vliv obecně nejméně likvidní části oběžných aktiv, tj. zásob, je často zjišťována hodnota ukazatele pohotové likvidity. Čítec ukazatele je vhodné opravit o nedobytné pohledávky, případně o pohledávky, jejichž dobytnost je pochybná, protože likvidnost této části majetku je velmi nízká. Spíše než samotná hodnota, resp. její porovnání s hodnotami ukazatele v jiných podnicích je užitečné sledovat její vývoj v čase.“<sup>20</sup>

V souvislosti s pohotovou likviditou se dá hovořit o třech základních strategiích. Hodnoty pro průměrnou strategii jsou v intervalu 0,7-1, agresivní 0,4-0,7 a konzervativní 1,1-1,5. Nízká hodnota pohotové likvidity znamená riziko platební neschopnosti. Vyšší hodnota je pro věřitele příznivá, pro vlastníky nebo manažery podniku to však nemusí platit. Znamená to, že velká část oběžného majetku je vázána v podobě prostředků, které jsou nevyňosné. Optimalizace struktury a výše oběžného majetku je jedním z nejdůležitějších úkolů ve finančním řízení podniku.

$$\text{Pohotová likvidita} = (\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}) / \text{Krátkodobé závazky}$$

#### **Okamžitá likvidita (Cash ratio)**

„Měří schopnost firmy hradit právě splatné dluhy. Do čítele se dosazují peníze v hotovosti a na běžných účtech a jejich ekvivalenty – volně obchodovatelné krátkodobé CP, splatné dluhy, směnečné dluhy a šeky.“<sup>21</sup>

„Likvidita je zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2.“<sup>22</sup>

$$\text{Okamžitá likvidita} = \text{Peněžní prostředky} / \text{Krátkodobé závazky}$$

### **1.5.2 Ukazatele aktivity (Activity Ratios)**

Analýza aktivity hodnotí schopnost podniku dobře hospodařit s vloženými prostředky. Říká, jak efektivně tedy využívá svůj majetek. Jejím úkolem je změřit celkovou rychlost obratu či rychlost obratu jednotlivých položek a slouží tak k zjištění vázanosti kapitálu k určitým podobám aktiv. Jedná se o kombinované ukazatele, protože jsou do vzájemných

<sup>20</sup> VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress 2001. ISBN 80-86119-21-1

<sup>21</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press 1999. ISBN 80-7226-140-1

<sup>22</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

vztahů pokládány položky rozvahy a výsledovky. Analýza řízení aktiv vyjadřuje, zda je množství jednotlivých složek aktiv v rozvaze dostatečná ku současným a budoucím aktivitám. Pokud podnik bude mít mnoho aktiv, představuje to pro něj veliké úrokové zatížení – zisk klesá v důsledku velkého úroku. Jestliže bude podnik držet málo aktiv, v budoucnu může dojít k nedostatečnému pokrytí výhodných podnikatelských možností.

Analýza aktivity se objevuje ve dvou formách:

- **rychlost obratu (obrat)** – vysvětluje, kolikrát se určitá složka či skupina těchto složek přemění do jiné za dané období. Čím vyšší je obratovost, tím pro podnik lépe.
- **doba obratu** – vysvětluje délku období, která je potřebná k realizaci jednoho obratu, udává se obvykle v jednotkách času (zpravidla ve dnech).

Řízení aktiv se týká těchto oblastí:

- celková aktiva,
- zásoby,
- pohledávky,
- závazky.

### **Celková aktiva**

Obrat celkových aktiv (Total assets turnover ratio)

Pokud je tento ukazatel trvale nízký než oborový průměr, je zapotřebí zvýšit tržby anebo prodat nějaká aktiva. Obrat celkových aktiv není dobrým měřítkem pro hodnocení, protože celková aktiva se skládají z různých skupin aktiv.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \text{Tržby} / \text{Celková aktiva}$$

Výsledek by měl být minimálně na úrovni 1.

Obrat stálých aktiv (Fixed assets turnover)

Ukazatel vystihuje efektivnost hospodaření se stálými aktivy, tzn. kolik podnik utrží za svou produktivní činnost na peněžní jednotku pevných aktiv.

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \text{Tržby} / \text{Stálá aktiva}$$

Úroveň tohoto ukazatele je významná při dalším rozhodování, zda nakoupit investice.

Obrat oběžných aktiv (Short-term assets turnover)

Vyjadřuje, kolikrát se obrátí oběžná aktiva za určité období, a jak účinně jsou aktiva použita.

$$\text{Obrat oběžných aktiv} = \text{Tržby} / \text{Oběžná aktiva}$$

### Doba obratu celkových aktiv

Ukazuje, za kolik dní se obrátí aktiva ve vztahu k tržbám. Platí, že čím kratší je doba obratu aktiv, tím lépe. Při hodnocení je nezbytné si uvědomit, že na výsledek výrazně působí způsob oceňování aktiv a metody jejich odpisování. Jestliže se počítá se zůstatkovou cenou stálých aktiv, hodnota ukazatele se dalšími roky zlepšuje a to za pomoci odpisů.

$$\text{Doba obratu celkových aktiv} = \text{Celková aktiva} / (\text{Tržby} / 365)$$

### **Zásoby**

#### Obrat zásob (Inventory turnover ratio)

Ukazatel rychlosti obratu zásob stanovuje, jestli není část oběžných aktiv ve formě zásob trvale vázána v neprodejném majetku (nelikvidních zásobách). Čím nižší je ukazatel, tím více podnik drží přebytečných zásob. Pokud bude vysoká hodnota tohoto ukazatele, znamená to, že podnik nevlastní zbytečné nelikvidní zásoby, zvyšuje se tím tak důvěra v ukazatele likvidity. Jestliže bude ukazatel nízký a zároveň bude vysoká likvidita, možným vysvětlením pak bude držba zastaralých zásob s nižší skutečnou hodnotou než je zapsána v účetnictví.

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

#### Doba obratu zásob (Inventory turnover)

Představuje počet dnů, po které jsou denní tržby vázány k zásobám, nebo-li kolik dní trvá jedna obrátka. Finanční situace podniku bude uspokojivá, pokud se obrat zásob bude zvyšovat a doba obratu zrychlovat.

$$\text{Doba obratu zásob} = \text{Zásoby} / (\text{Tržby} / 365)$$

Optimální výše doby obratu by měla být nižší než 60 dní, avšak s ohledem na délku výrobního cyklu a na oboru podnikání.

### **Pohledávky**

#### Obrat pohledávek (Accounts receivable turnover)

Informuje podnik, jak rychle dokáže pohledávky přeměnit v peněžní prostředky, nebo-li představuje čas, po který musí podnik čekat od doby okamžiku prodeje, až po splátku od odběratelů. Pozitivnější bude vyšší hodnota ukazatele rychlosti obratu pohledávek.

$$\text{Obrat pohledávek} = \text{Tržby} / \text{Pohledávky}$$

#### Doba obratu pohledávek

Stanovuje dobu, za kterou se pohledávky navrátí v tržbách. Proto by měl být ukazatel co nejmenší. Úzce souvisí s dobou splatnosti odběratelských faktur. Pokud je ukazatel vyšší

než průměrná doba splatnosti odběratelských faktur určená podnikem, mělo by se vedení firmy zaměřit na lepší řízení pohledávek, tím by nemuselo docházet k porušování platební kázně obchodních partnerů.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \text{Pohledávky} / (\text{Tržby} / 365)$$

### **Závazky**

Obrat a doba obratu závazků nám ukazují, nakolik je společnost solidní vůči dodavatelům.

#### Obrat krátkodobých závazků (Accounts payable turnover)

Udává, kolikrát se za rok obrátí krátkodobé závazky.

$$\text{Obrat krátkodobých závazků} = \text{Tržby} / \text{Krátkodobé závazky}$$

#### Doba obratu krátkodobých závazků

Ukazatel určuje dobu ve dnech, která uplyne průměrně mezi pořízením zásob a jejich zaplacením, kdy krátkodobé závazky zůstávají nezaplaceny. Podnik tak využívá bezplatný obchodní úvěr, který mu slouží k uspokojení vlastních potřeb. Je nutné však zajistit, aby v době splatnosti faktur byla firma schopná platit.

$$\text{Doba obratu krátkodobých závazků} = \text{Krátkodobé závazky} / (\text{Tržby} / 365)$$

### **1.5.3 Ukazatele zadluženosti (Leverage Ratios)**

„Ukazatele zadluženosti udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování firmy, měří rozsah, v jakém firma používá k financování dluhy (tedy zadluženost firmy). Zadluženost není pouze negativní charakteristikou firmy. Její růst může přispět k celkové rentabilitě a tím i k vyšší tržní hodnotě firmy, avšak současně zvyšuje riziko finanční nestability.“<sup>23</sup>

„Je známo, že financování aktiv z cizích zdrojů je výrazně lacinější než financování z vlastních zdrojů, protože jeho cena je nižší. Platí, že čím je interval půjčky delší, tím je vyšší její cena. Proto hlavně krátkodobý cizí kapitál (např. krátkodobé bankovní úvěry, finanční výpomoci, obligace) je levnější než stejné zdroje dlouhodobé. Čím jsou vypůjčené peníze pro investora rizikovější (tzn. nemá jistotu, že svůj kapitál dostane zpět i s dohodnutými úroky), tím více si žádá za půjčku. Výhoda dluhového financování spočívá také v tom, že úrok, který musí podnik zaplatit investorovi, je možné si odečíst od základu daně. Cizí kapitál poskytuje společnosti daňový štít, protože mu snižuje daň. Na analýzu řízení dluhu působí faktory,

<sup>23</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-140-1.



kterými jsou daně, typ aktiv, riziko a úroveň volných finančních prostředků podniku.

#### **Ukazatel věřitelského rizika (Debt ratio)**

„Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je celková zadluženost podniku a tím vyšší je riziko jak věřitelů, tak i akcionářů. Je nutné ho vždy posuzovat v souvislosti s celkovou výnosností, kterou podnik dosahuje z celkového vloženého kapitálu, i v souvislosti se strukturou cizího kapitálu.“<sup>24</sup>

Tento ukazatel se považuje za základní měřítko zadluženosti. Vyjadřuje, kolik korun dluhů vychází na 1 Kč kapitálu. Čím vyšší je jeho hodnota, tím více je podnik zadlužen a tím bude větší i riziko věřitelů. Proto se preferuje nízká úroveň ukazatele, optimální velikost by měla být 50 %, avšak záleží na struktuře cizího kapitálu a ziskovosti vloženého kapitálu.

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \text{Cizí zdroje} / \text{Celková aktiva}$$

#### **Koeficient samofinancování (Equity ratio)**

„Tento poměr je doplňkovým ukazatelem k ukazateli předchozímu, jejich součet se rovná 1, resp. 100 %. Poměr vyjadřuje, jaká část podnikových aktiv je financována kapitálem akcionářů.“<sup>25</sup> Tento koeficient slouží k vyhodnocení hospodářské a finanční stability společnosti.

$$\text{Koeficient samofinancování} = \text{Vlastní kapitál} / \text{Celková aktiva}$$

#### **Míra zadluženosti (Debt-equity ratio)**

„Má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost. Oba ukazatele rostou s tím, jak roste proporce dluhů ve finanční struktuře firmy. Celková zadluženost roste lineárně, zatímco koeficient zadluženosti roste exponenciálně.“<sup>26</sup>

Výsledná hodnota se pohybuje v intervalu  $(0, \infty)$ . Platí zde, že čím více roste hodnota, zvyšuje se i riziko, že věřitelé nezískají zpět svůj kapitál, protože se společnost díky zadlužování snáze dostane do finanční tísně než-li bankrotu.

$$\text{Míra zadluženosti} = \text{Cizí zdroje} / \text{Vlastní kapitál}$$

Pokud převrátíme hodnotu tohoto ukazatele, získáme **míru finanční samostatnosti**. Cílem každé společnosti je vytvořit optimální finanční strukturu, tedy co nejlepší poměr vlastního a cizího kapitálu.

Mohou nastat však dva extrémy:

<sup>24</sup> VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress 2001. ISBN 80-86119-21-1

<sup>25</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>26</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press 1999. ISBN 80-7226-140-1

- 1) **překapitalizování** – podnik nedostatečně používá svůj kapitál. Vlastní kapitál nejen kryje dlouhodobý majetek, ale i krátkodobý. Přestože je zabezpečena vysoká finanční stabilita, tak se zmenšuje účinnost podnikání. Hodnota ukazatele je v tomto případě vyšší než 1.

$$\text{Překapitalizování} = \text{Vlastní kapitál} / \text{Stálá aktiva}$$

- 2) **podkapitalizování** – označuje situaci, kdy krátkodobý cizí kapitál se podílí na pokrytí dlouhodobého majetku, což ukazuje na vysokou zadluženost a to může být příčinou platební neschopnosti a následnému zániku společnosti. Naopak výsledek je zde menší než 1.

$$\text{Podkapitalizování} = (\text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobý cizí kapitál}) / \text{Stálá aktiva}$$

### Úrokové krytí

„Úrokové krytí ukazuje, kolikrát celkový efekt reprodukce pokryje úrokové platby. Jednotlivé ratingové agentury pracují s touto klíčovou charakteristikou. Za rozhraní investice a spekulace je považována hodnota 3.<sup>27</sup> Vyšší hodnota znamená lepší schopnost splácet úroky. Hodnota 1 se považuje za kritickou, jelikož znamená to, že všechno co podnik vyprodukuje, jde na úhradu nákladových úroků.

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$$

### 1.5.4 Ukazatele rentability (Profitability Ratios)

Ukazatele rentability, také někdy označované jako ukazatele ziskovosti nebo návratnosti, poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností s množstvím ekonomických zdrojů, k jeho dosažení vynaložených. Zaznamenávají pozitivní či negativní vliv vývoje aktiv, financování firmy a likvidity na rentabilitu. V praxi se můžeme setkat s dvojitým pojetím zisku, EBIT (Earnings before interests and taxes), neboli zisk před úroky a zdaněním a EAT (Earnings after tax) což je zisk po odečtení úroků a daně (čistý zisk). Ukazatele rentability jsou ukazateli relativními a ukazují, kolik korun zisku připadá na korunu jmenovatele.

#### **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE - Return on equity)**

Tento ukazatel je významný pro akcionáře, protože porovnává to, co se vydělalo z prostředků vložených akcionáři. Hodnota by měla být vyšší než výnosnost jiných

---

<sup>27</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

investorských příležitostí (např. vklady na termínových účtech, výnosy z obligací apod.), jinak by totiž bylo pro akcionáře nevýhodné mít ve společnosti podíl.

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

Ukazatel vyjadřuje výnosnost vloženého kapitálu a říká, kolik čistého zisku připadne na jednu korunu vloženého kapitálu.

#### **Rentabilita aktiv (ROA – Return on assets)**

Ukazatel ROA poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována. Je-li do čitatele dosazen EBIT, potom ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv firmy před odpočtem daní a nákladových úroků. Je užitečný při porovnávání firem s rozdílnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích.

$$ROA = EBIT / \text{Aktiva}$$

„Dosadíme-li do čitatele čistý zisk zvýšený o zdaněné úroky, znamená to, že požadujeme, aby ukazatel poměřil vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky, jež jsou odměnou věřitelům za jimi zapůjčený kapitál. Fiktivní zdanění úroků pak vyjadřuje skutečnou cenu cizího kapitálu. Zahrnutí úroků do nákladů vede ke snížení vykázaného zisku a tím k nižší dani z příjmů. A právě o takto ušetřenou částku daně je cena cizího kapitálu nižší. Podrobnějším zkoumáním čitatele i jmenovatele a užitím vhodných rozkladů lze odhalit slabiny firmy a stanovit účinné formy nápravy. ROA ve zdaněné verzi vypočítáme podle vztahu:“<sup>28</sup>

$$ROA = [\text{Čistý zisk} + \text{Úroky} (1 - \text{Sazba daně z příjmů})] / \text{Aktiva}$$

Hodnota vypovídá o výnosnosti všech vložených prostředků a za nejlepší lze považovat hodnotu blížící se 1.

#### **Rentabilita tržeb (ROS – Return on sales)**

„Ukazatel ROS charakterizuje zisk vztahený k tržbám. Tržby ve jmenovateli představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určité časové období.“<sup>29</sup> Ukazatel určuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč tržeb. „Praxe opět pracuje nejméně se dvěma základními variantami konstrukce lišícími se v čitateli, lze počítat buď s čistým ziskem, nebo s hodnotou EBIT. Varianta ukazatele s EBIT je vhodná pro srovnávání podniků s proměnlivými

<sup>28</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press 1999. ISBN 80-7226-140-1

<sup>29</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press 1999. ISBN 80-7226-140-1

podmínkami (např. různé využívání cizího kapitálu). Pokud použijeme v čitateli čistý zisk, jedná se o vyjádření tzv. ziskové marže.<sup>30</sup>

$$ROS = \text{Čistý zisk} / \text{Tržby}$$

### **Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE)**

„Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu se opírá o základní filozofii fungování kapitálového trhu, který je vnímán jako základní místo, kde podniky získávají dodatečné zdroje pro financování potřeb; ukazatel měří efekt, tj. kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním podnik dosáhl z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli. Má se tedy na mysli zpoplatněný kapitál.“<sup>31</sup>

$$ROCE = EBIT / (\text{Vl. kapitál} + \text{Rezervy} + \text{Dlouhodobé závazky} + \text{Bankovní úvěry dlouhodobé})$$

### **Rentabilita nákladů (ROC)**

Rentabilita nákladů informuje o tom, kolik zisku připadne na 1 Kč nákladů vložených do podnikání. Pomocí toho ukazatele se může zjistit, zda se firmě podařilo zhodnotit vložené náklady.

$$ROC = \text{Čistý zisk} / \text{Náklady}$$

## **1.5.5 Ukazatele kapitálového trhu**

„Ukazatele kapitálového trhu vyjadřují, jak trh (burza, investoři) hodnotí minulou činnost podniku a jeho budoucí výhled. Jsou výsledkem úrovně všech výše uvedených oblastí – likvidity, aktivity, zadluženosti a rentability. Jsou důležité především pro investory a potenciální investory, kteří se chtějí dozvědět, zda jejich investice zajistí přiměřenou návratnost. Pro podnik mají tyto ukazatele význam zejména tehdy, pokud chce získat zdroje financování na kapitálovém trhu.“<sup>32</sup>

### **P/E (Price earning ratio)**

Ukazatel P/E sledují především investoři, kteří neinvestují do akcií pouze kvůli dividendám a zajímá je především samotný růst tržní ceny akcie a z toho plynoucí kapitálový výnos. Ukazatel zjišťuje, kolik jsou akcionáři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku na akcii.

$$P / E = \text{Tržní cena akcie} / \text{EPS} (= \text{Hospodářský výsledek běžného období} / \text{Počet akcií})$$

### **Čistý zisk na akcii – EPS (Earning per share)**

<sup>30</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>31</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

<sup>32</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9

EPS informuje akcionáře o velikosti zisku na jednu kmenovou akcii. Tato výše by mohla být teoreticky vyplacena ve formě dividendy, pokud by podnik neměl žádné investiční, respektive růstové příležitosti. Tento ukazatel bychom mohli označit také jako rentabilita na jednu akcii. Používá se zejména pro porovnání akcií různých podniků.

$$EPS = \text{Hospodářský výsledek běžného období} / \text{Počet akcií}$$

### **Účetní hodnota akcie - BV (Book value)**

„Účetní hodnota akcie odráží uplynulou výkonnost firmy, o kterou se zajímají především investoři. Podstatou propočtu je porovnání účetní hodnoty akcie s hodnotou tržní. Jako finančně zdravý se pro investory jeví podnik s rostoucí tendencí tohoto ukazatele.“<sup>33</sup>

$$BV = \text{Vlastní kapitál} / \text{Počet akcií}$$

### **Dividendový výnos (Dividend yield)**

Dividendový výnos udává v procentech zhodnocení investice akcionáře. Pro investory se stává jednou z motivací k prodeji, držbě či koupi akcie.

$$\text{Dividendový výnos} = \text{Dividenda na akcii} / \text{Tržní cena akcie}$$

### **Výplatní poměr (Payout ratio)**

Tento ukazatel informuje, jak velká část zisku je vyplacena na dividendách a jaká část je věnována na reinvestice do podniku. Výplatní poměr demonstruje strategické rozhodnutí o dividendové politice společnosti.

$$\text{Výplatní poměr} = \text{Dividenda na akcii} / EPS$$

### **Poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty (Price book value) (M/B ratio)**

Tento ukazatel udává, jestli a kolikrát je tržní hodnota firmy větší než ocenění vlastního kapitálu v rozvaze.

$$\text{Price book value} = \text{Tržní cena akcie} / BV (\text{Účetní hodnota akcie})$$

„Poslední ukazatel zařazený do této části poměruje tržní cenu akcie s její účetní hodnotou. Pokud je hodnota tohoto ukazatele podstatně vyšší než 1, znamená to, že tržní hodnota firmy je vyšší než je ocenění vlastního kapitálu v rozvaze. V případě, že hodnota je podstatně nižší než 1, je zde nebezpečí omezené reprodukční schopnosti aktiv a s tím spojená další rizika.“<sup>34</sup>

<sup>33</sup> RUČKOVÁ, P. *Finanční analýza; metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-138-1.

<sup>34</sup> RUČKOVÁ, P. *Finanční analýza; metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-138-1.

## 1.6 Pravidla financování

Pravidla financování jsou určitá doporučení, kterými by se měl management podniku řídit, aby dlouhodobě dosahoval finanční rovnováhy a stability. Tato pravidla se objevují zejména v evropském prostředí. Mezi základní pravidla jsou považována:

### 1.6.1 Zlaté pravidlo financování

Zlaté pravidlo financování říká, že je nutné sladit časový horizont trvání majetkových částí s časovým horizontem zdrojů, ze kterých je tento majetek financovaný. Platí, že stálá aktiva financujeme především z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů, krátkodobé složky majetku z odpovídajících krátkodobých zdrojů. Za výrazně nevhodné se považuje financovat nelikvidní aktiva krátkodobými závazky. Vztah, který by vyjadřoval toto pravidlo, můžeme znázornit takto:

$$\text{Stálá aktiva} = \text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobé cizí zdroje}$$

### 1.6.2 Pravidlo vyrovnaní rizika

Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika se zabývá pouze pasivy v rozvaze. Dle něj by poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům měl být 1:1, popřípadě vlastní kapitál může trochu převyšovat zdroje cizí (v závislosti na oboru, ve kterém firma podniká).

Vlastní kapitál firma není nucená nikdy splatit. Vyplácí z něho sice dividendy, ale v českých podmínkách je to spíše výjimka. Na druhé straně je nutné myslet taky na pozitivní stránky cizích zdrojů, respektive na pákový efekt, který zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Zvyšující se rentabilita vlastního kapitálu je jev oblíbený u akcionářů, jelikož se zvyšuje také hodnota jejich investice do společnosti. Ovšem se zvyšující se zadlužeností se zvyšuje také riziko věřitelů, kteří požadují proto vyšší úroky a společnost se může dostat do celkové finanční nestability. Je proto nutné najít optimální poměr mezi vlastními a cizími zdroji.

Vztah, který by vyjadřoval toto pravidlo, můžeme znázornit takto:

$$\text{Vlastní kapitál} / \text{Cizí kapitál} = 1$$

### 1.6.3 Pari pravidlo

Podle zlatého pari pravidla by měl vlastní kapitál stačit na pokrytí veškerého dlouhodobého majetku. Jde o značně konzervativní a opatrný přístup a proto se v praxi příliš nedodrhuje. Neumožňuje využít výhody financování dlouhodobým cizím kapitálem a jeho

striktní dodržování by mohlo podnik “ochudit” o tzv. efekt finanční páky a daňového štítu. Vztah, který by vyjadřoval toto pravidlo, můžeme znázornit následovně:

$$\textit{Stálá aktiva} = \textit{Vlastní kapitál}$$

#### **1.6.4 Poměrové pravidlo**

Zlaté poměrové pravidlo reprezentuje názor, že tempo růstu investic by v zájmu udržení dlouhodobý finanční rovnováhy nemělo ani v krátkém časovém horizontu být vyšší než tempo růstu tržeb. Důvodem je určitá obava, že by se za určitých podmínek společnost mohla dostat do potíží v oblastech likvidity, snížení rentability, ztráta konkurenceschopnosti atd.

### **1.7 Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu**

Rozklad rentability se používá především z důvodu, že hodnocení či porovnávání podniků jen podle hodnoty ukazatele ROE může být nedostatečné a takové ohodnocení nemusí být vždy totožné s realitou. Je všeobecně známo, že podnik, resp. management společnosti může určitým způsobem ovlivňovat výsledky těchto ukazatelů. Podnik může vytvářet vyšší rezervy, které snižují výsledek hospodaření nebo prodávat svůj majetek a tím výsledek hospodaření zvyšovat. Blok ukazatelů rentability by tedy měl být doplněn o Du Pontovu analýzu, sloužící ke komplexnějšímu pohledu na podnik a k odhalení základních činitelů efektivnosti. Du Pontova analýza je založena na rozkladu rentability celkových aktiv a finanční páky. Rentabilita celkových aktiv je dále rozložena na rentabilitu tržeb a obrát aktiv. Provedením takového rozkladu pak můžeme sledovat, jak jednotlivé dílčí ukazatele ovlivňují ukazatel vrcholový a tím lépe určit jádro problému. Například můžeme vypořadovat, že hlavní příčinou nízké rentability je vysoká mzdová náročnost a doporučit zvýšení produktivity práce.

„Ukazatel ROE lze tedy rozložit na součin tří dílčích ukazatelů – čistá ziskovost tržeb, obrát celkových aktiv a tzv. finanční páka jako poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem.“<sup>35</sup>

$$ROE = (\textit{Čistý zisk} / \textit{Tržby}) * (\textit{Tržby} / \textit{Aktiva}) * (\textit{Aktiva} / \textit{Vlastní kapitál})$$

„Tato rovnice vyjadřuje, že management má tři páky ke zvyšování výnosnosti vlastního kapitálu (ROE):

---

<sup>35</sup> GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0684-X.

- ziskovou marži (hlavním způsobem jejího zvyšování je snižování nákladů),
- obrat aktiv (hlavním způsobem je zvyšování tržeb připadající na každou korunu aktiv),
- finanční páku (hlavním způsobem je výhodné použití cizích zdrojů k financování aktiv).<sup>36</sup>

Z výše uvedeného rozkladu zjistíme, zda rentabilita vlastního kapitálu plyne převážně z vyšší rentability tržeb a nižšího obratu aktiv nebo naopak z nižší rentability tržeb a z vyššího obratu aktiv.

Na hodnotu ROE působí významným způsobem finanční páka, z čehož vyplývá, že rentabilita vlastního kapitálu je závislá na zadluženosti podniku. Finanční páka zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu ROE tím, že podnik používá cizí kapitál. Podmínkou ovšem je, aby EBIT byl vyšší než náklady na cizí kapitál, resp., aby rentabilita aktiv ROA ( $EBIT/A$ ) převyšovala úrokovou míru cizího kapitálu. Čím je vyšší účast cizího kapitálu, tím je vyšší hodnota ukazatele finanční páky, resp. ROE roste s rostoucí zadlužeností. Toto však platí pouze do určitého bodu, vzhledem k rostoucím nákladům na dodatečný cizí kapitál tedy rostoucí úroky. Zadluženost určitým způsobem působí i na obrat aktiv, čím vyšší zadluženost, tím vyšší jmenovatel tohoto ukazatele. Zvyšování zadluženosti působí pozitivně pouze do té doby, dokud podnik dokáže vytvořit tolik zisku, který vykompenzuje pokles rentability aktiv.

Pokud hovoříme o pozitivním působení finanční páky, předpokladem je skutečnost, že úroková míra je menší než-li  $EBIT/kapitál$ , tedy za předpokladu, že podnik dokáže cizí kapitál zhodnotit více než je úroková míra, tj. náklad na cizí kapitál. Tedy stav, kdy rentabilita celkového kapitálu před úhradou úroku a daní převyšuje úrokovou míru z cizího kapitálu.

## **1.8 Analýza finanční páky**

Každý podnik je financován jednak zdroji vlastními a dále zdroji cizími. Použitím cizího kapitálu je zvyšována výnosnost vlastního kapitálu ROE, ale jen do určité míry. Vychází se z předpokladu, že náklady na cizí kapitál jsou obvykle levnější než náklady na kapitál vlastní. Tento předpoklad je dán působením tzv. daňového štítu, kdy úroky na cizí kapitál jsou daňově uznatelné a tím snižují výši daně ze zisku.

Při rostoucím použití cizího kapitálu je třeba myslet na zvyšující se rizikovost a možnost finanční nestability podniku. Cenou za poskytnutí cizího kapitálu je úrok a další relevantní výdaje pro jeho získání.

---

<sup>36</sup> SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: C.H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-736-7.



Pro management společnosti je tedy zásadní a důležité sledovat optimální strukturu kapitálu. Za vhodné využívání cizího kapitálu je považována situace, kdy je EBIT vyšší než náklady na cizí kapitál, resp. kdy rentabilita aktiv ROA (EBIT/A) převyšuje úrokovou míru cizího kapitálu.

$$e = (\text{Čistý zisk} / \text{EBIT}) * (\text{Aktiva} / \text{Vlastní kapitál})$$

Pokud je hodnota  $e$  vyšší než jedna, znamená to, že finanční páka působí efektivně a používáním cizího kapitálu podnik zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. V opačném případě při zvyšování cizího kapitálu dochází ke snižování rentability kapitálu vlastního, finanční páka je tedy neúčinná.

## 1.9 Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA

„Rostoucí tlak na konkurenceschopnost podniku v prostředí globalizace ekonomiky vede ekonomy ke snaze reálněji vyjádřit a vyhodnotit ekonomický přínos a úspěšnost podnikatelských aktivit. Nová koncepce řízení hodnoty staví do centra cílu podniku vlastníka a jeho očekávání maximálního zhodnocení investice.“<sup>37</sup> Ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA se snaží do výsledku hospodaření firmy zahrnout i oportunitní náklady. Je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Způsobu, kterých vedou ke získání hodnoty ukazatele EVA, je celá řada a proto se vypočítané hodnoty ukazatele EVA mohou lišit v závislosti na použité metodě. Při výpočtu ukazatele EVA budu pro účely této diplomové práce vycházet z tzv. stavebnicového modelu, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Základní vzorec má tvar:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK$$

kde  $ROE$  rentabilita vlastního kapitálu  
 $r_e$  alternativní náklad vlastního kapitálu  
 $VK$  vlastní kapitál

Pokud je výsledná hodnota ukazatele EVA kladná, znamená to, že podnik vytváří hodnotu pro své vlastníky a akcionáře. V opačném případě podnik již vytvořenou hodnotu ničí.

Ekonomická přidaná hodnota představuje ve své podstatě ekonomický (mimořádný) zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech nákladů, včetně všech nákladů na kapitál – cizího

---

<sup>37</sup> KOLÁŘ, P.; MRKVIČKA, J. *Finanční analýza*. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357-219-2.

i vlastního v podobě nákladu obětované příležitosti. Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Detailní postup výpočtu ekonomické přidané hodnoty EVA je uveden v příloze č. 5.

### **1.10 Srovnání s výsledky v oboru**

Vzhledem k faktu, že podnik není v tržním prostředí osamocen, je nezbytné mimo klasických ukazatelů finanční analýzy zhodnotit také situaci podniku v odvětví, popřípadě porovnat ukazatele s výsledky největších konkurentů podnikajících ve stejném oboru.

Ministerstvo průmyslu a obchodu každoročně zpracovává finanční analýzu průmyslu a stavebnictví, ze které se berou informace pro odvětvové srovnání.

### **1.11 Komplexní metody hodnocení podniku**

Udělat si představu o finanční situaci podniku jen na základě hodnocení jednotlivých poměrových ukazatelů je takřka nemožné. Zatímco výsledky jedné skupiny ukazatelů mohou být pozitivní a díky tomu se finanční situace podniku zdá být dobrá, výsledky jiné skupiny ukazatelů mohou být negativní a upozorňovat na určité problémy podniku. To nás pak může přivádět k rozporuplným závěrům.

K překonání těchto nedostatků byly sestaveny predikční modely, jejichž smyslem je jedním číslem vystihnout finanční situaci podniku a poukázat na možné ohrožení finančního zdraví. Jsou rozděleny do dvou skupin:

- bankrotní modely – zabývají se otázkou, jestli podnik do nějaké doby zbankrotuje,
- bonitní modely – zodpovídají otázku, jestli je podnik dobrý či špatný.

#### **BANKROTNÍ MODELY**

Bankrotní modely, též nazývané systémy včasného varování, hodnotí schopnost firmy dostát svým závazkům a zabývají se jimi především věřitelé.

#### **1.11.1 Altmanova analýza**

„Profesor Edward Altman pomocí statistické analýzy souboru firem vybral několik ukazatelů, které dokázaly předpovědět krach firmy. Odborně se mluví o tzv. diskriminační metodě, jejímž výsledkem je podniku rovnice, do níž se dosadí hodnoty ukazatelů firmy, a na základě získaného výsledku můžeme odhadovat, zda půjde o v budoucnu rostoucí firmu či o krachující podnik.“<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> KISLINGEROVÁ, E.; HNILICA, J. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.

Výhodou je, že jsou v něm obsaženy všechny důležité složky finanční analýzy, tedy rentabilita, likvidita, zadluženost i struktura kapitálu. Váhy, které autor přiřazuje jednotlivým parametrům, jsou výsledkem rozsáhlého empirického výzkumu v USA, což může být limitujícím faktorem pro použití v našich nynějších ekonomických podmínkách stejně jako fakt, že jsou hodnoty vysledovány v šedesátých letech minulého století. Důležitější než vlastní hodnoty tedy bude zhodnocení trendu vývoje tohoto faktoru spíše než jeho absolutní hodnoty.

„Nicméně, i s ohledem na zmíněné nevýhody je model považován za velmi přesný, neboť umožňuje s pravděpodobností okolo 70 % předpovědět bankrot společnosti v následujících dvou letech s platností pro budoucích pět let.“<sup>39</sup>

Jelikož společnost Panav a. s. není již několik let obchodována na burze, rozhodl jsem se aplikovat pouze model z roku 1983. Pro původní Altmanův model by bylo velice složité zjistit tržní hodnotu vlastního kapitálu, taková analýza by byla nad rámec této práce, proto si dovoluji tento model vypustit.

„Varianta, jež byla vytvořena pro podniky neobchodované na trhu, má tento tvar:“<sup>40</sup>

$$Z_0 = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5$$

kde  $X_1 = \text{Čistý pracovní kapitál} / \text{Aktiva celkem}$

$X_2 = \text{Zadržené výdělký} / \text{Aktiva celkem}$

$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktiva celkem}$

$X_4 = \text{Základní kapitál} / \text{Celkové dluhy}$

$X_5 = \text{Tržby} / \text{Aktiva celkem}$

„Kritérium hodnocení má tento tvar:

$Z_0 > 2,90$  podniky s minimální pravděpodobností bankrotu,

$1,20 < Z_0 < 2,90$  tzv. oblast šedé zóny,

$Z_0 < 1,20$  podniky náchylné k bankrotu.“<sup>41</sup>

### 1.11.2 Indexy IN

Altmanova analýza v podmínkách ČR přináší určitá úskalí z hlediska vlastního naplnění jednotlivých ukazatelů a byla zpracována pro podmínky rozvinutého kapitálového trhu. Určitým pokusem o úpravu Altmanovy analýzy pro podmínky České Republiky jsou indexy IN, někdy též nazývané jako ukazatele finanční důvěryhodnosti.

<sup>39</sup> SYNEK, M. *Ekonomická analýza*. 1. dotisk 1. vyd. Praha: VŠE, 2004. ISBN 80-245-0603-3.

<sup>40</sup> PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vydání. Praha: Linde 2005. ISBN 80-86131-63-7.

<sup>41</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press 1999. ISBN 80-7226-140-1.

## Index IN95

Ukazatel IN95 zkoumá zejména schopnost podniku dostát svým závazkům. Zařazení závazku po lhůtě splatnosti vyplývá především z důvodu vysoké platební neschopnosti firem v prostředí české ekonomiky. Jde tedy o pohled věřitelský.

„Existují různé váhy pro různá odvětví. V rovnici jsou uvedeny váhy pro firmy zabývající se výrobou dopravních prostředků. Úspěšnost ukazatele IN95 přesahuje 70 %.“<sup>42</sup>

$$Z = 0,23 * X_1 + 0,11 * X_2 + 29,29 * X_3 + 0,71 * X_4 + 0,10 * X_5 - 7,46 * X_6$$

kde  $X_1$  – Aktiva / Cizí zdroje

$X_2$  – EBIT / Nákladové úroky

$X_3$  – EBIT / Celková aktiva

$X_4$  – Výnosy / Celková aktiva

$X_5$  – Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky + Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci

$X_6$  – Závazky po lhůtě splatnosti / Tržby

Na základě výsledné hodnoty indexu IN95 se společnost řadí do jedné ze tří kategorií :

**IN > 2** společnost je finančně důvěryhodná, s výborným finančním zdravím

**IN <1 - 2>** bez prognózy, nelze statisticky prokázat, zda je nebo není společnost důvěryhodná

**IN < 1** společnost není finančně důvěryhodná, je na pokraji bankrotu

## Index IN99

Je relevantním ukazatelem především pro vlastníky, kdy hodnotí dosahování kladné hodnoty ekonomického zisku. Index IN99 je schopen vystihnout situaci podniku s přesností vyšší než 85 %.

$$IN99 = -0,017 * X_1 + 4,573 * X_2 + 0,481 * X_3 + 0,015 * X_4$$

kde  $X_1$  – Cizí kapitál / Celková aktiva

$X_2$  – EBIT / Celková aktiva

$X_3$  – Výnosy / Celková aktiva

$X_4$  – Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky

Na základě výsledné hodnoty indexu IN99 se společnost řadí do jedné ze tří kategorií:

**IN > 2,07** - firma dosahuje kladné hodnoty ekonomického zisku

**IN <0,684 - 2,07>** šedá zóna:

<1,42 – 2,07> firma na tom není špatně

<1,089 – 1,42> nerozhodná situace

<sup>42</sup> KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. Brno. 2006. ISBN 80-7355-061-X.

<0,684 – 1,089> převažují problémy

IN < 0,684 - firma má zápornou hodnotu ekonomického zisku

### Index IN01

Index IN01 je používán v podmínkách vyspělých tržních ekonomik a vznikl spojením indexu IN95 a IN99. Tento ukazatel vypovídá o schopnosti podniku tvořit hodnotu. Index IN01 má z časového hlediska nejmenší omezení a je na velmi dobré úrovni.

$$IN01 = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,92 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5$$

kde  $X_1$  – Aktiva / Cizí zdroje - **finanční páka**

$X_2$  – EBIT / Nákladové úroky - **úrokové krytí**

$X_3$  – EBIT / Aktiva - **produkční síla**

$X_4$  – Výnosy / Aktiva - **obrat aktiv**

$X_5$  – Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky + Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci - **běžná likvidita**

„Kritéria pro hodnocení:“<sup>43</sup>

IN > 1,77 - podnik tvoří hodnotu (s pravděpodobností 67 %),

IN <0,75 - 1,77> šedá zóna, bez prognózy, nelze jednoznačně určit,

IN < 0,75 - podnik netvoří hodnotu a je na pokraji bankrotu (s pravděpodobností 86%).

### 1.11.3 Tafflerův model

Tento ukazatel byl poprvé uveřejněn roku 1977. V poslední době je to velmi oblíbený index, jelikož dosahuje velmi přesných výsledků (úspěšnost okolo 80 %) odrážející skutečnou situaci podniku.

$$Z_T = 0,53 * X_1 + 0,13 * X_2 + 0,18 * X_3 + 0,16 * X_4$$

Kde  $X_1$  - Zisk před zdaněním (EBT) / Krátkodobé závazky

$X_2$  - Oběžná aktiva / Celkové závazky (Oběžná aktiva / Dlouhod. a krátkod. závazky)

$X_3$  - Krátkodobé závazky / Celková aktiva

$X_4$  - Celkové tržby / Celková aktiva (Tržby za prodej zboží, výkonů, Tržby z prodeje dlouhodobého maj. a materiálu a Tržby z prodeje cenn. pap. a podílů / celk. aktiva)

První ukazatel měří **ziskovost**, druhý **pozici pracovního kapitálu**, třetí **finanční riziko** a poslední ukazatel měří **likviditu**.

<sup>43</sup> SYNEK, M. *Ekonomická analýza*. 1. dotisk 1. vyd. Praha: VŠE, 2004. ISBN 80-245-0603-3.

Podle toho, jaké hodnoty parametr  $Z$  nabude, je možné posoudit, jak velké je riziko případného bankrotu posuzované společnosti:

$Z > 0,3$  – případný bankrot společnosti je málo pravděpodobný,

$Z < 0,2$  – vyšší pravděpodobnost bankrotu společnosti.

U všech výše zmíněných bankrotních modelů se vyskytují určité slabiny:

- jednotlivé ukazatele mají v různých podnicích různý obsah,
- publikované finanční informace jsou v okamžiku zveřejnění už zastaralé,
- podkladem modelů jsou pouze výsledky empirických výzkumů,
- je obtížné stanovit časový horizont, ve kterém by měly podniky vykonat opatření k zabránění úpadku.

I přes jejich nedostatky jsou však tyto modely široce používány.

## BONITNÍ MODELY

Bonitní modely se rovněž používají k predikci budoucího vývoje podniku. Využívají částečně teoretických poznatků a částečně pragmatických poznatků, získaných zobecněním jednotlivých údajů. Pracují především s uměle určenými konstantami, které mají vystihovat dobrý či špatný podnik.

### 1.11.4 Kralickův Quick test

„Quick test, neboli Kralickův rychlý test podle ekonoma, který jej v roce 1990 vytvořil, tvoří čtyři ukazatele, které se dle výsledných hodnot ohodnotí známkami od 1 do 5. Z těchto známek se následně vypočítá aritmetický průměr, který nám umožní rychle a jednoduše zjistit finanční stav podniku. Položkami rychlého testu jsou kvóta vlastního kapitálu (vypovídá o finanční síle firmy), doba splácení dluhu z cash flow (za jak dlouho by byl podnik schopen splatit své dluhy), procento cash flow v tržbách (rentabilita tržeb měřená cash flow) a ROA (výdělečná schopnost podniku).“<sup>44</sup>

Kralickův Quick test má řadu modifikací, nejvíce známý je model z roku 1990.

---

<sup>44</sup> KISLINGEROVÁ, E.; HNILICA, J. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.

Tabulka č. 1– Algoritmus Kralickova Quicktestu (1990)<sup>45</sup>

Ukazatel	Výborně	Velmi dobře	Dobře	Špatně	Ohrožení
	1	2	3	4	5
R1 (Kvóta vlastního kapitálu)	> 30 %	> 20 %	> 10 %	> 0 %	negativní
R2 (Doba splácení dluhu z CF)	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	< 30 let	> 30 let
R3 (Cash flow v tržbách)	> 10 %	> 8 %	> 5 %	> 0 %	negativní
R4 (ROA)	> 15 %	> 12 %	> 8 %	> 0 %	negativní

Zdroj: vyhotovil autor na základě [5]

*R1 – Vlastní kapitál / Celková aktiva*

*R2 – (Dluhy celkem – Peněžní prostředky) / Provozní Cash flow*

*R3 – Provozní Cash flow / Provozní výnosy (Tržby)*

*R4 – EBIT / Celková aktiva*

Hodnocení finanční stability:

$$FS = \frac{R1 + R2}{2}$$

Hodnocení výnosové situace:

$$VS = \frac{R3 + R4}{2}$$

Hodnocení celkové situace:

$$CS = \frac{FS + VS}{2}$$

Hodnocení 2 a lépe je charakteristické pro velmi dobré podniky. Špatný podnik se vyznačuje hodnocením 4 a více.

<sup>45</sup> KOLÁŘ, P.; MRKVIČKA, J. *Finanční analýza*. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357-219-2.

## 2 Charakteristika podniku Panav, a.s.

### 2.1 Základní identifikace podniku

<i>Obchodní firma:</i>	PANAV, a.s.
<i>IČO:</i>	47672731
<i>Sídlo:</i>	Nádražní 212, 783 45 Senice na Hané
<i>Vznik podniku:</i>	25.2. 1993
<i>Právní forma:</i>	Akciová společnost
<i>Základní jmění:</i>	122 311 000,- Kč
<i>Počet akcií:</i>	122 311 ks v nominální hodnotě 1 000,- Kč
<i>Předmět činnosti:</i>	stavba strojů s mechanickým pohonem zámečnictví výroba nástrojů opravy ostatních dopravních prostředků výroba ostatních motorových dopravních prostředků silniční motorová doprava osobní silniční motorová doprava nákladní hostinská činnost koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej <sup>46</sup>

### 2.2 Historie podniku

„Již v roce 1896 byly v Senici na Hané, v místě sídla dnešní akciové společnosti, vybudovány hlavní výrobní objekty, které nahradily původní dílnu zakladatele továrny Leopolda Kašpara, která byla založena v roce 1894.

Hlavním výrobním produktem této doby byly mlýnské a zemědělské stroje, u nichž došlo k utlumení výroby v době světové hospodářské krize, počátkem 30. let tohoto století.

V roce 1942 koupil celý objekt Josef Foglar, který po opravě objektů zahájil výrobu vlečných vozů a tím založil tradici výroby, která je rozvíjena do dnešních dnů.

V roce 1948 byla v podniku zavedena národní správa a posléze byl začleněn do n.p. KAROSA Vysoké Mýto. V tuto dobu byla provedena rozsáhlá rekonstrukce a modernizace výrobních provozů.

---

<sup>46</sup> Úplný výpis z obchodního rejstříku. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz>>.



Výstavba pokračovala i po začlenění do n.p. Brandýské strojírnny a slévárny. Kapacita výroby byla postupně zvýšena až na 10 000 ks traktorových přívěsů ročně. Po rozšíření hlavního závodu o provoz v Písečné u Jeseníku v roce 1968 tam byla převedena část výroby zemědělských přívěsů.

Na základě delimitace v roce 1990 byly obě jednotky vyčleněny z n.p. Brandýské strojírnny a slévárny a k 1.7. 1990 vznikl PANA V Senice na Hané.

Dne 29.3.1991 byl založen PANA V, akciová společnost, který byl následně na základě delimitační smlouvy rozdělen s účinností od 25.2.1993 na dva samostatné subjekty – JaS Jesenická strojírna, a.s., Písečná u Jeseníku a PANA V, a.s., Senice na Hané. Tento subjekt byl privatizován v průběhu roku 1994.

V roce 1996-97 byl objekt zásadním způsobem rekonstruován. V roce 1999 byla založena partnerská firma PANA V Slovakia, s.r.o., se sídlem v Košicích, Slovensko.

Prodejní zastoupení firmy existují v Německu, Polsku, Slovensku, Maďarsku, Slovinsku. Obchodní kontakty směřují též na Belгии, Holandsko, Švýcarsko, Rakousko.

V současné době má společnost celkem cca 350 zaměstnanců a spolupracovníků a majoritním vlastníkem akcií PANA V, a.s. je společnost KOVOTEK, s. r. o. Olomouc, která vlastní 81,82 % akcií.<sup>47</sup>

### **2.3 Organizační struktura**

Nejvyšším orgánem společnosti je valná hromada, která mimo jiné volí členy dozorčí rady společnosti, která má tři členy a plní kontrolní funkci ve společnosti. Statutárním orgánem, jenž řídí činnost společnosti je představenstvo společnosti, jehož čtyři členové jsou voleni dozorčí radou společnosti. Společnost řídí generální ředitel a v čele jednotlivých úseků jsou odborní ředitelé.

---

<sup>47</sup> *Profil firmy Panav, a.s.* [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.panav.cz>>.

### 3 Analýza absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů podniku Panav, a.s.

#### 3.1 Horizontální analýza

„Horizontální analýza vyjadřuje, o kolik se změnilly jednotlivé položky účetních výkazu v čase anebo o kolik % se změnilly jednotlivé položky v čase.“<sup>48</sup>

Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty v úplném rozsahu jsou zařazeny do příloh na konci této práce. Do textu je zařazena pouze zkrácená verze účetních výkazu relevantních z pohledu této práce.

##### 3.1.1 Horizontální analýza rozvahy - aktiv

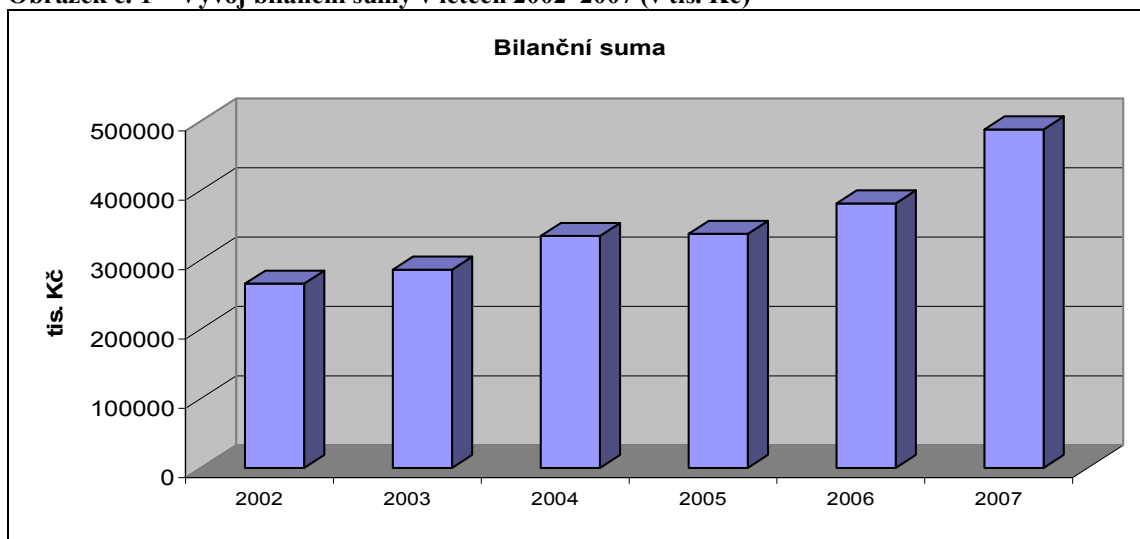
Tabulka č. 2 - Horizontální analýza zkrácených rozvah aktiv za období 2002–2007 (v %)

	2003/2002	2004/2003	2005/2004	2006/2005	2007/2006
AKTIVA CELKEM	7,62%	16,97%	0,96%	12,98%	27,95%
<b>Dlouhodobý majetek</b>	41,93%	12,05%	3,81%	26,04%	13,55%
Dlouhodob.nehmotn.majetek	1306,30%	-20,94%	37,31%	-1,26%	-27,40%
Dlouhodob.hmotn.majetek	36,74%	13,44%	2,84%	27,10%	14,73%
<b>Oběžná aktiva</b>	-4,28%	19,83%	-0,64%	6,71%	37,22%
Zásoby	-2,31%	16,32%	12,65%	7,02%	63,37%
Krátkod.pohledávky	25,68%	30,41%	18,76%	-12,37%	47,57%
Krátkod.fin.majetek	-36,49%	6,46%	-77,29%	235,67%	-90,68%
<b>Časové rozlišení</b>	58,34%	-12,28%	28,13%	10,02%	-46,27%

Zdroj: výpočet autora

<sup>48</sup> RUČKOVÁ, P. *Finanční analýza; metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-138-1.

Obrázek č. 1 – Vývoj bilanční sumy v letech 2002–2007 (v tis. Kč)



Zdroj: autor

Základním, výchozím postupovým krokem při zpracování analýzy finanční situace je analýza bilanční sumy. Ve zdravých a stabilizovaných podnicích platí, že bilanční suma v čase roste. Z rozvahy je patrné, že ve sledovaném období má suma rostoucí tendenci s průměrným ročním nárůstem o 37 075 Kč.

Na růstu bilanční sumy se podílí jak dlouhodobý majetek tak i oběžná aktiva. K vysokému meziročnímu nárůstu dlouhodobého majetku došlo v roce 2003, kdy společnost mimojiné investovala 12 mil. Kč. do výstavby nové pro vozni haly. Oproti roku 2002 tak došlo k nárůstu dlouhodobého hmotného majetku o 36,74 %.

Ve sledovaném období nejprve absolutní hodnota oběžných aktiv klesne o 8 460 tis. Kč, poté začíná opět stoupat. Plynulý růst naruší pouze rok 2004, kdy dojde ke skokovému zvýšení o 37 560 tis. Kč. Celkově tedy absolutní podíl oběžných aktiv za sledované období vzrostl o 42 778 tis. Kč. Největší podíl na tom mají krátkodobé pohledávky, které od roku 2002 do roku 2006 vzrostly o více jak 70 %. Maxima však dosáhly v roce 2005, což bylo také díky úspěšnému roku 2004.

### 3.1.2 Horizontální analýza rozvahy - pasiv

Tabulka č. 3 - Horizontální analýza zkrácených rozvah pasiv za období 2002–2007 (v %)

	2003/2002	2004/2003	2005/2004	2006/2005	2007/2006
PASIVA CELKEM	7,62%	16,97%	0,96%	12,98%	27,95%
<b>Vlastní kapitál</b>	6,30%	8,88%	3,36%	1,71%	0,78%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	n/d	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	4,02%	3,95%	4,73%	1,77%	0,88%
HV minulých let	90,72%	35,16%	38,98%	11,46%	5,41%
HV běž.účet.období	-25,54%	48,58%	-58,33%	-45,59%	-49,71%
<b>Cizí zdroje</b>	10,39%	30,04%	-2,05%	29,91%	59,05%
Rezervy	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Dlouhodobé závazky	16,04%	36,87%	-36,70%	-100,00%	n/d
Krátkodobé závazky	2,99%	27,10%	0,54%	12,08%	34,10%
Bank.úvěry a výpomoci	390,81%	61,52%	-22,70%	231,63%	152,39%
<b>Časové rozlišení</b>	-22,70%	47,85%	-23,37%	-24,12%	45,47%

Zdroj: výpočet autora

Nahlédnu-li do vnitřní struktury pasiv, tak první složkou je vlastní kapitál. Základní kapitál je ve sledovaném období stále stejný. Rozdíl mezi vlastním kapitálem a základním kapitálem je v účetním vyjádření zhodnocení kapitálu pro akcionáře. Ve sledovaném období je vlastní kapitál každý rok vyšší. To znamená, že i rozdíl vlastního kapitálu a základního kapitálu je každý rok vyšší. Tento vývoj je výsledkem trvalé ziskovosti podniku a naplňování povinného rezervního fondu. Jedinou položkou vlastního kapitálu, u které dochází k meziročnímu poklesu, je HV běžného účetního období. Pouze v roce 2004 došlo k růstu této položky oproti předchozímu roku o 5 172 tis. Kč., tedy o téměř 50 %.

Cizí zdroje zaznamenaly ve sledovaném období strmější nárůst než vlastní kapitál. V roce 2006 byla jejich hodnota větší o více jak 80 % oproti roku 2002 a o rok později dokonce o 190 %, zatímco vlastní kapitál vzrostl „pouze“ o necelých 23 % v daném období. Jediným rokem, kdy došlo k přerušení růstu absolutních hodnot položek cizího kapitálu, byl rok 2005. To bylo zřejmě dáno tím, že v roce předešlém došlo k vysokému skokovému navýšení těchto položek.

Shrme-li výše uvedené poznatky, tak z hlediska růstových charakteristik byl pro podnik zdaleka nejúspěšnější rok 2004.

### 3.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

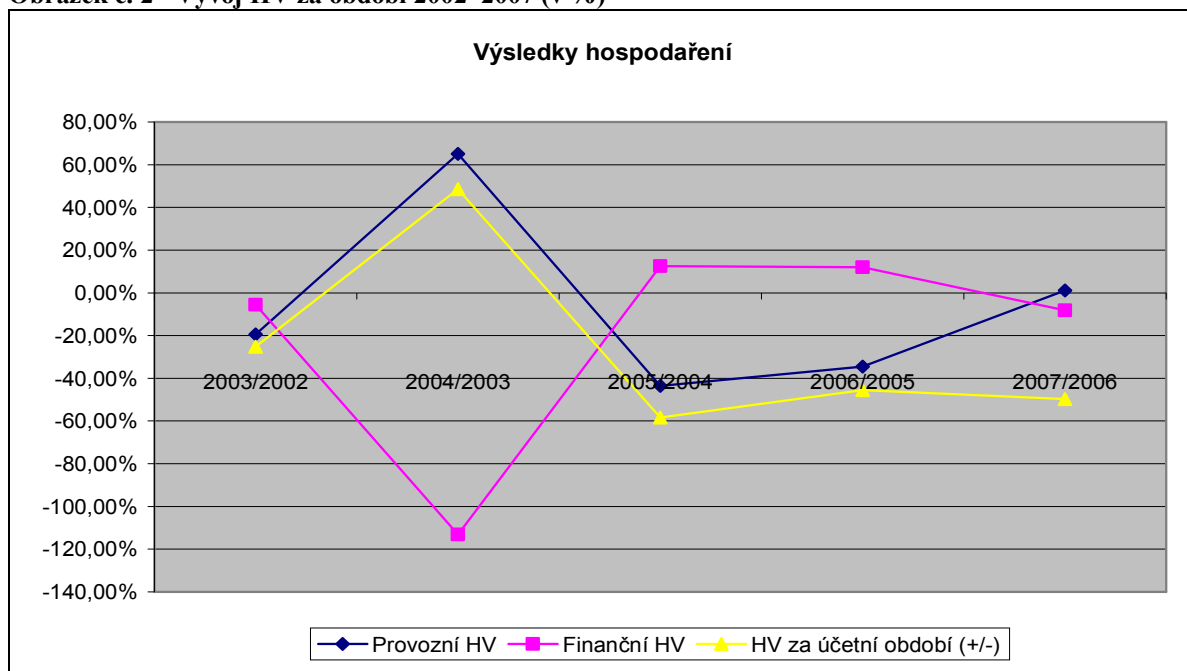
Tabulka č. 4 - Horizontální analýza zkrácených výkazů zisku a ztrát za období 2002–2007 (v %)

	2003/2002	2004/2003	2005/2004	2006/2005	2007/2006
Celkové tržby	-3,39%	51,55%	-8,48%	-1,12%	25,50%
Výkonová spotřeba	0,05%	55,00%	-3,81%	-3,91%	36,31%
Osobní náklady	6,10%	16,73%	2,28%	-1,30%	9,43%
Daně a poplatky	13,26%	14,44%	-12,61%	11,13%	8,41%
Odpisy dlouhodob.majetku	20,75%	46,09%	13,35%	9,58%	26,64%
<b>Provozní HV</b>	<b>-19,46%</b>	<b>65,04%</b>	<b>-43,60%</b>	<b>-34,48%</b>	<b>1,15%</b>
Finanční výnosy	-48,18%	29,20%	-12,38%	40,62%	69,20%
Finanční náklady	-32,33%	75,23%	-12,45%	5,51%	35,30%
<b>Finanční HV</b>	<b>-5,53%</b>	<b>-113,13%</b>	<b>12,48%</b>	<b>12,03%</b>	<b>8,22%</b>
Daň z příjmu	-21,62%	25,34%	-63,25%	-74,38%	93,96%
<b>HV za účetní období (+/-)</b>	<b>-25,23%</b>	<b>48,58%</b>	<b>-58,33%</b>	<b>-45,59%</b>	<b>-49,71%</b>
<b>VÝNOSY CELKEM</b>	<b>-0,46%</b>	<b>46,86%</b>	<b>-3,95%</b>	<b>-4,14%</b>	<b>30,10%</b>
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>0,45%</b>	<b>46,98%</b>	<b>-2,43%</b>	<b>-3,58%</b>	<b>30,44%</b>

Zdroj: výpočet autora

Z výkazu zisku a ztrát, který je uveden v Příloze č. 3, můžeme vidět, že největší vliv na výsledek hospodaření má provozní činnost. To nám také dokazuje následující graf, ze kterého je patrné, že vývoj HV za účetní období je téměř totožný s vývojem provozního HV.

Obrázek č. 2 - Vývoj HV za období 2002–2007 (v %)



Zdroj: autor

Hospodářský výsledek z finančních operací dosahuje v daném období neustále záporných hodnot. Absolutního minima bylo dosaženo v roce 2004, kdy se ztráta vyšplhala až na 11 151 tis. Kč., což bylo zapříčiněno především vstupem ČR do EU, jelikož firma zvýšila svoji obchodní aktivitu se zahraničními subjekty. Záporný finanční hospodářský výsledek je pak důsledkem obchodování v cizí měně, protože dochází ke ztrátám vlivem pohyblivého kursu koruny vůči ostatním světovým měnám. Bezpochyby pozitivním jevem je to, že i přes pokračující prodej výrobků do zahraničí, dochází v letech 2005 a 2006 každoročně ke snižování ztráty o 12 %. Vývoj HV za účetní období nám ukazuje, že vyjma roku 2004, docházelo k jeho každoročnímu poklesu. Celkově se v daném období snížil o téměř 87 %, což odpovídá hodnotě 12 435 tis. Kč.

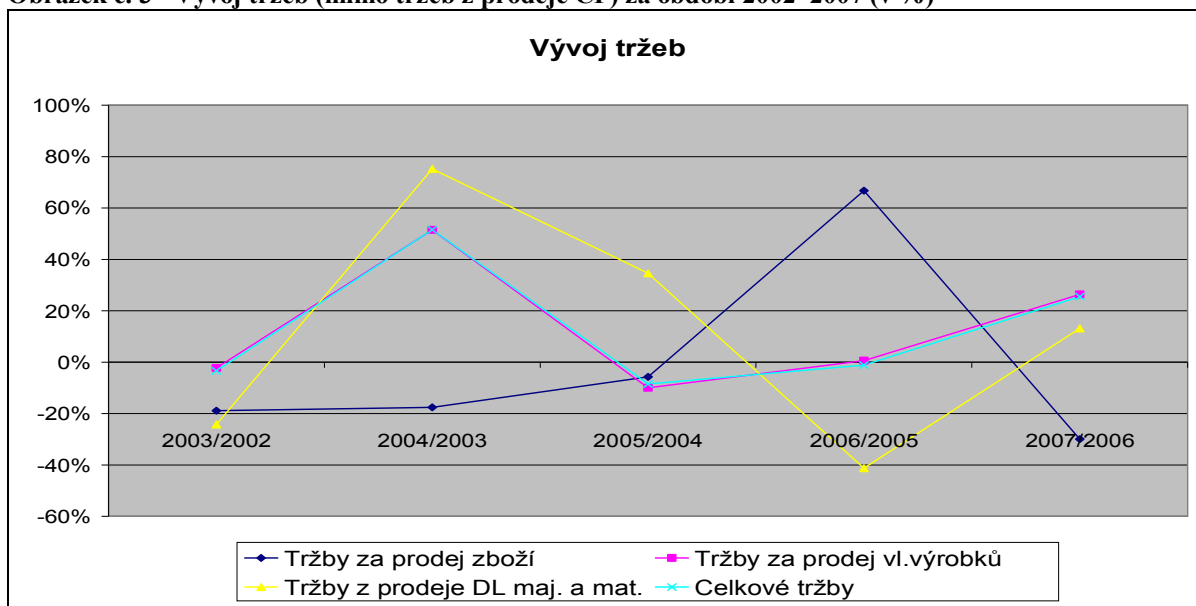
**Tabulka č. 5 - Vývoj tržeb (mimo tržeb z prodeje CP) za období 2002–2007 (v %)**

	2003/2002	2004/2003	2005/2004	2006/2005	2007/2006
Tržby za prodej zboží	-18,90%	-17,58%	-5,75%	66,72%	-29,97%
Tržby za prodej vl.výrobků	-2,29%	51,50%	-9,97%	0,57%	26,37%
Tržby z prodeje DL maj. a mat.	-24,24%	75,19%	34,56%	-41,28%	13,13%
Celkové tržby	-3,39%	51,55%	-8,48%	-1,12%	25,50%

Zdroj: výpočet autora

V průměru téměř 96 % všech celkových tržeb tvoří tržby za prodej vlastních výrobků. To nám potvrzuje i obrázek č. 3, ve kterém je vývoj celkových tržeb téměř totožný s vývojem tržeb za prodej vlastních výrobků. Dále můžeme vyčíst, že co se týče růstu tržeb, s velkým odstupem dominuje opět rok 2004. I přesto, že v ostatních letech se ukazatel růstu dostal i do záporných hodnot, došlo ve sledovaném období ke zvýšení celkových tržeb o 359 832 tis. Kč, což odpovídá 66,3 %.

Obrázek č. 3 - Vývoj tržeb (mimo tržeb z prodeje CP) za období 2002–2007 (v %)



Zdroj: autor

### 3.2 Vertikální analýza

Vertikální rozbor spočívá v procentním vyjádření jednotlivých položek účetního výkazu poměřovaných k nějaké celkové veličině. Jednotlivé položky pak znázorňují, kolika procenty se podílí na celkovém souhrnu.

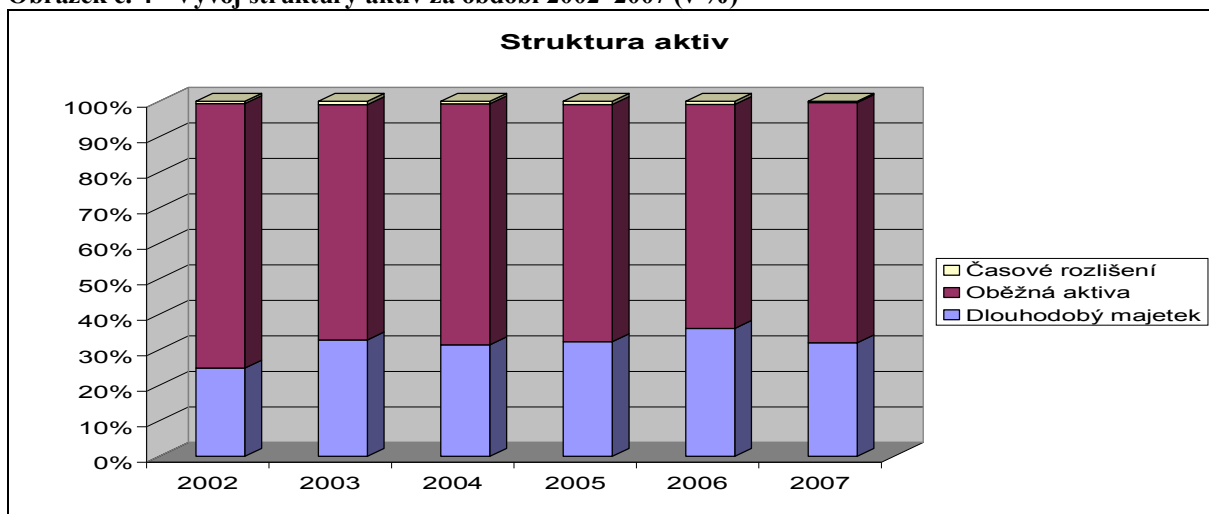
#### 3.2.1 Vertikální analýza rozvahy – aktiv

Tabulka č. 6 - Vertikální analýza zkrácených rozvah aktiv za období 2002-2007 (v %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Dlouhodobý majetek</b>	24,86%	32,79%	31,41%	32,29%	36,03%	31,97%
Dlouhodob.nehmotn.majetek	0,10%	1,33%	0,90%	1,22%	1,07%	0,61%
Dlouhodob.hmotn.majetek	24,76%	31,46%	30,51%	31,08%	34,96%	31,35%
<b>Oběžná aktiva</b>	74,48%	66,25%	67,87%	66,79%	63,09%	67,65%
Zásoby	30,18%	27,39%	27,24%	30,39%	28,79%	36,76%
Krátkod.pohledávky	22,01%	25,70%	28,65%	33,71%	26,14%	30,15%
Krátkod.fin.majetek	22,30%	13,16%	11,98%	2,69%	8,00%	0,58%
<b>Časové rozlišení</b>	0,65%	0,96%	0,72%	0,91%	0,89%	0,37%

Zdroj: výpočet autora

Obrázek č. 4 - Vývoj struktury aktiv za období 2002–2007 (v %)

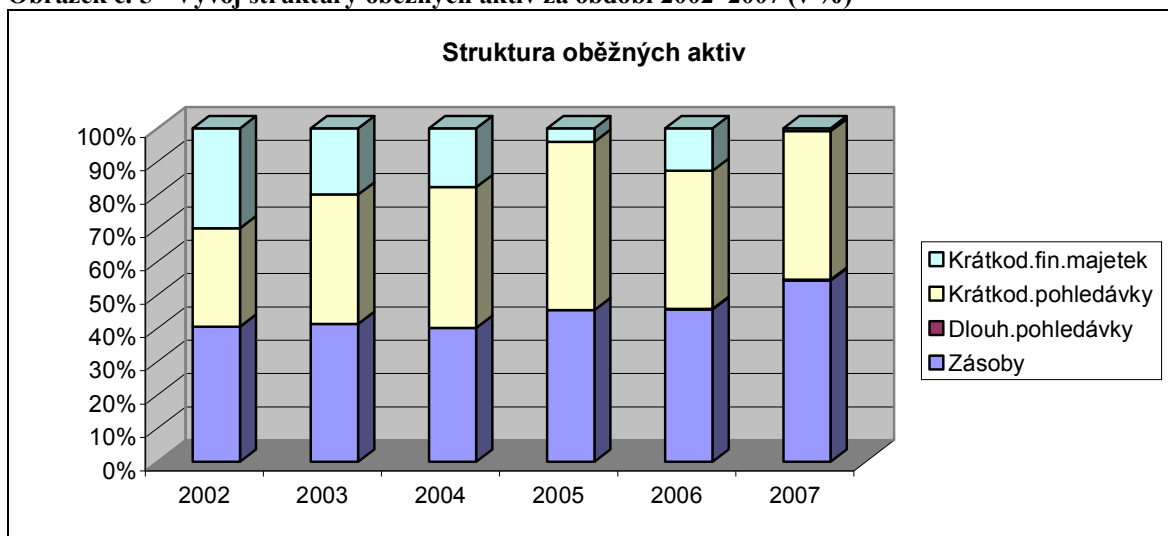


Zdroj: autor

Stálá aktiva jsou tvořena v průměru z 97 % dlouhodobým hmotným majetkem. Na začátku sledovaného období tvořil dlouhodobý hmotný majetek 24,76 % celkových aktiv. Rok 2003 můžeme nazvat jako rok zahájení rozsáhlejší investiční činnosti v akciové společnosti, jelikož byla postavena nová provozní hala za 12 mil. Kč. a hodnota celkových investic přesáhla částku 35 mil. Kč, čímž vzrostl podíl dlouhodobého hmotného majetku na 31,46 %. V roce 2006 společnost opět investovala. Tentokrát to bylo do výstavby prodejního skladu v Unčovicích. Náklady v celkové výši 27 163 673,40 Kč zvýšily podíl dlouhodobého hmotného majetku na 34,96 %, což činí nárůst o 27 % oproti roku 2005.

I když absolutní hodnota oběžných aktiv ve sledovaném období vzrostla o 132 350 tis. Kč, stejně vlivem rychlejšího růstu celkových aktiv dochází ke snižování podílu oběžného majetku na celkové bilanční sumě z hodnoty 74,48 % na 67,65 %.

Obrázek č. 5 - Vývoj struktury oběžných aktiv za období 2002–2007 (v %)



Zdroj: autor



Úroveň zásob má sice rostoucí charakter, avšak jejich podíl na bilanční sumě je přibližně vyrovnaný a pohybuje se mírně pod hranicí 30 %. Pouze v roce 2007 se dostal až nad hranici 36 %. Dlouhodobé pohledávky se v prvních čtyřech letech drží na nulové hladině a v roce 2006 tvoří asi 6 % celkových pohledávek. Podíl krátkodobých pohledávek na celkové bilanční sumě byl nejvyšší v roce 2005, kdy tvořil téměř 34 %, což bylo dáno prosperitou podniku v roce 2004. V roce 2006 byl zastaven jejich rostoucí trend a díky poklesu o 14 076 tis. Kč se jejich podíl na bilanční sumě snížil na 26,14 %, avšak o rok později se hodnota podílu dostala opět na hranici 30 %. Krátkodobý finanční majetek tvoří v roce 2002 sumou 59 248 tis. Kč. téměř 30 % veškerých oběžných aktiv společnosti, ale postupně se propadá až na hodnotu 4 % v roce 2005. Poté dochází k jeho navýšení na 30 536 tis. Kč., což je asi 12,7 % z celkového podílu oběžných aktiv. V posledním roce se jeho hodnota propadne až na 2 847 tis. Kč.

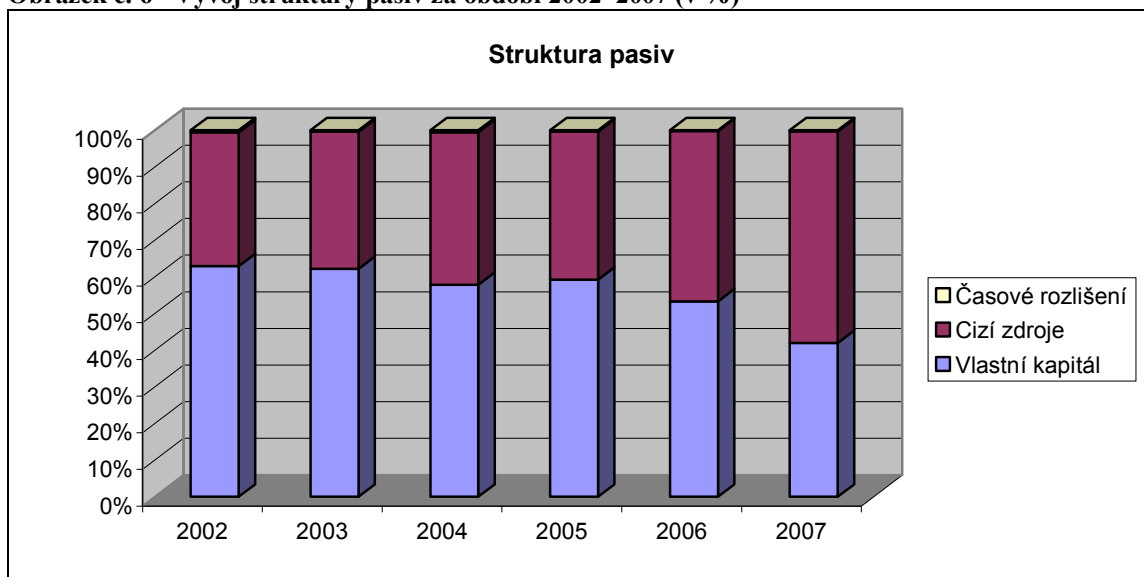
### 3.2.2 Vertikální analýza rozvahy - pasiv

Tabulka č. 7 - Vertikální analýza zkrácených rozvah pasiv za období 2002–2007 (v %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Vlastní kapitál</b>	62,91%	62,14%	57,85%	59,22%	53,31%	41,99%
Základní kapitál	46,04%	42,78%	36,57%	36,22%	32,06%	25,06%
Kapitálové fondy	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	5,92%	5,72%	5,09%	5,28%	4,75%	3,75%
HV minulých let	5,59%	9,91%	11,45%	15,76%	15,55%	12,81%
HV běž.účet.období	5,38%	3,72%	4,73%	1,95%	0,94%	0,37%
<b>Cizí zdroje</b>	36,49%	37,43%	41,61%	40,37%	46,41%	57,69%
Rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	0,14%	0,15%	0,18%	0,11%	0,00%	0,00%
Krátkodobé závazky	35,65%	34,12%	37,07%	36,92%	36,62%	38,38%
Bank.úvěry a výpomoci	0,69%	3,16%	4,36%	3,34%	9,79%	19,31%
<b>Časové rozlišení</b>	0,60%	0,43%	0,55%	0,41%	0,28%	0,32%

Zdroj: výpočet autora

Obrázek č. 6 - Vývoj struktury pasiv za období 2002–2007 (v %)

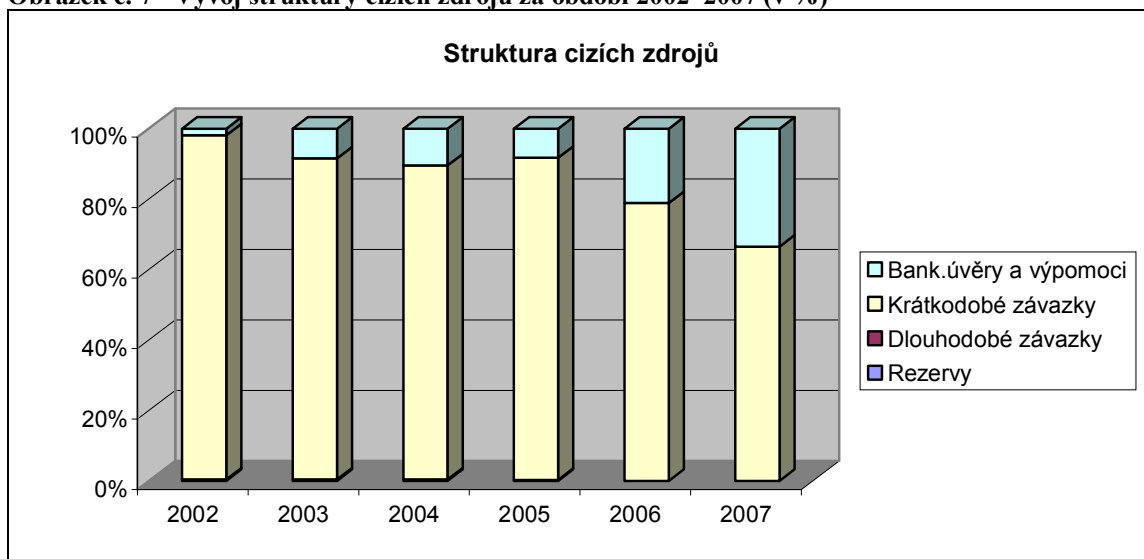


Zdroj: autor

Jak už jsem zjistil v horizontální analýze, tak ve sledovaném období dochází k růstu absolutní hodnoty vlastního kapitálu. Ani tato skutečnost však nezabránila každoročnímu snižování podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech z hodnoty necelých 63 % až pod 42 %. To je zapříčiněno snižujícím se podílem HV běžného účetního období na celkových pasivech z hodnoty přes 5 % až pod hranici 0,5 %.

Druhou podstatnou složkou ve financování jsou cizí zdroje. V prvních dvou letech se jejich podíl na krytí aktiv pohyboval kolem hodnoty 37 %, v dalších letech se pak vyšplhal nad hranici 40 % a v posledním roce se zvýšil až na hodnotu 57,69 %.

Obrázek č. 7 - Vývoj struktury cizích zdrojů za období 2002–2007 (v %)



Zdroj: autor

V průměru přes 81 % cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky, jenže z předchozího grafu je vidět, že podnik stále více využívá externího financování, jelikož neustále roste podíl položky bankovního úvěru a výpomoci na cizích zdrojích z hodnoty 1,90 % v roce 2002 až na hodnotu 33,47 % v roce 2007. Rezervy podnik žádné netvoří a dlouhodobé závazky jsou téměř zanedbatelné.

### 3.2.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka č. 8 - Vertikální analýza zkrácených výkazů zisku a ztrát za období 2002–2007 (v %)

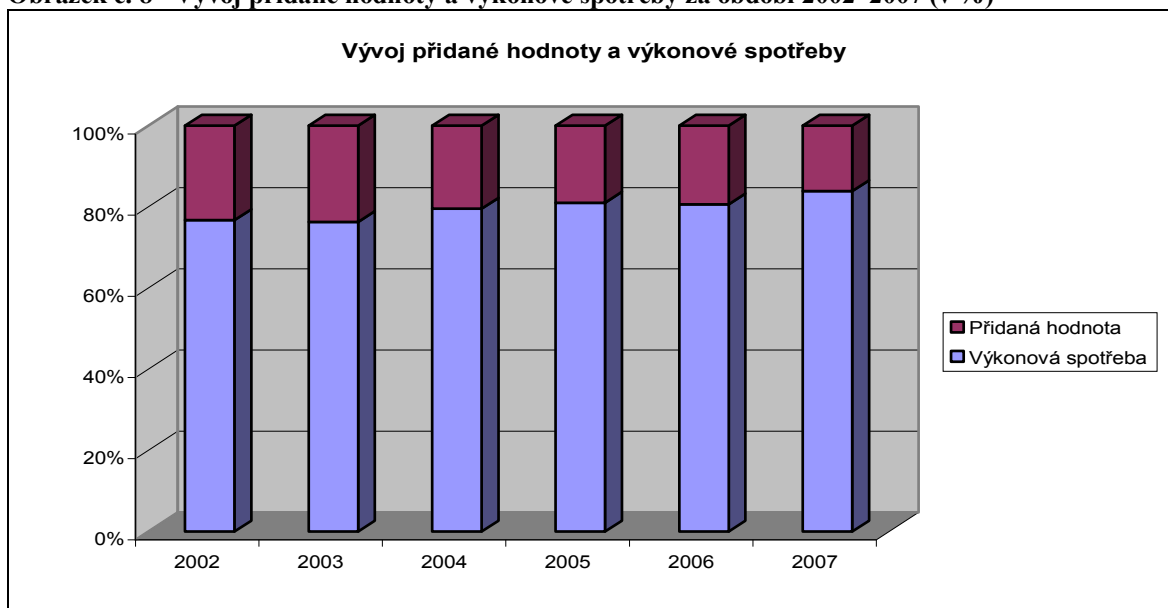
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Celkové tržby	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	72,77%	75,37%	77,08%	81,02%	78,73%	85,51%
Osobní náklady	15,99%	17,56%	13,52%	15,11%	15,09%	13,15%
Daně a poplatky	0,31%	0,36%	0,27%	0,26%	0,29%	0,25%
Odpisy dlouhodob.majetku	1,84%	2,29%	2,21%	2,74%	3,04%	3,06%
<b>Provozní HV</b>	4,54%	3,79%	4,12%	2,54%	1,68%	1,36%
Finanční výnosy	1,53%	0,82%	0,70%	0,67%	0,95%	1,29%
Finanční náklady	2,60%	1,82%	2,10%	2,01%	2,15%	2,31%
<b>Finanční HV</b>	-0,91%	-1,00%	-1,40%	-1,34%	-1,19%	-1,03%
Daň z příjmu	1,09%	0,88%	0,73%	0,29%	0,08%	0,12%
<b>HV za účetní období (+/-)</b>	2,62%	2,03%	1,99%	0,91%	0,50%	0,20%

Zdroj: výpočet autora

Jak už jsem zmínil dříve, tak v průměru téměř 96 % všech celkových tržeb tvoří tržby za prodej vlastních výrobků. Provozní výsledek hospodaření tvoří jen malou část z celkových tržeb. Jeho hodnoty se pohybovaly od 4,54 % v roce 2002 do 1,36 % v roce 2007. Finanční výsledek hospodaření dosahuje ve sledovaném období pouze záporných hodnot, které se pohybují v rozmezí od 0,9 % do 1,5 % celkových tržeb.

Nejvýznamnější položku v celkových nákladech společnosti představuje výkonová spotřeba (služby, spotřeba materiálu a energie), což je charakteristickým znakem pro výrobní podnik.

Obrázek č. 8 - Vývoj přidané hodnoty a výkonové spotřeby za období 2002–2007 (v %)



Zdroj: autor

Cílem společnosti je držet poměr výkonové spotřeby k výkonům na co nejmenší hodnotě a dosáhnout tak co nejvyšší přidané hodnoty. Například v roce 2006 se podařilo splnit stanovený plán jen částečně. Snahou totiž bylo to, aby se podíl výkonové spotřeby zastavil na hodnotě 77,58 %, ale ve skutečnosti jeho hodnota přerostla hranici 80 %. Tudíž i tvorba přidané hodnoty byla o 11,89 % nižší než se předpokládalo. Tohle je důsledek rostoucích cen nakupovaných materiálů a služeb a opačného pohybu cen finálních výrobků.

Druhou významnou položkou na straně nákladů jsou osobní náklady, které ve sledovaném období tvoří v průměru necelých 15 % tržeb. Nejvýznamnější položkou tvořící osobní náklady jsou mzdové náklady, ty průměrně dosahují přes 72 % velikosti osobních nákladů.

### 3.3 Analýza rozdílových ukazatelů (ČPK)

Tabulka č. 9 - Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Oběžná aktiva	197 884	189 424	226 984	225 526	240 662	330 234
Krátkodobé závazky	94 723	97 552	123 987	124 656	139 709	187 347
Krátkodobé finanční výpomoci	1 838	1 821	2 455	2 199	150	150
Čistý pracovní kapitál	101 323	90 051	100 542	98 671	100 803	142 737

Zdroj: výpočet autora

Obrázek č. 9 – Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2002–2007 (v tis. Kč)

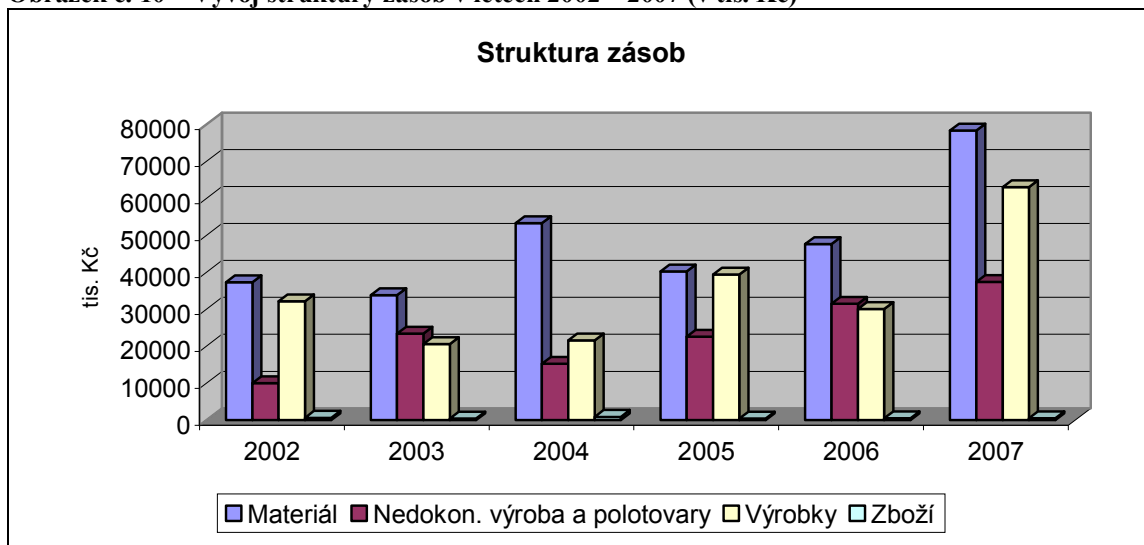


Zdroj: autor

Je patrné, že podnik Panav, a.s. vykazuje kladnou hodnotu pracovního kapitálu bez výraznějšího sestupného charakteru, což signalizuje, že se podnik nesnaží financovat svůj oběžný majetek z krátkodobých závazků.

Důležité je rovněž zohlednit strukturu pracovního kapitálu (oběžného majetku) a odlišit jeho jednotlivé, různě likvidní, složky. Nejlikvidnější je samozřejmě finanční majetek a pohledávky (firma neregistruje žádné špatně vymahatelné pohledávky). Likvidita jednotlivých druhů zásob je odlišná, proto je třeba provést analýzu struktury zásob (viz. následující graf).

Obrázek č. 10 – Vývoj struktury zásob v letech 2002 – 2007 (v tis. Kč)



Zdroj: autor

Nejvíce likvidní jsou hotové výrobky, které jsou velmi rychle převeditelné v pohledávky a poté v peníze, protože na všechny výrobky existuje vystavená objednávka a výrobky pouze čekají na expedici. Méně likvidní jsou pak nedokončené výrobky a polotovary, jelikož po dokončení musí každý vyrobený přívěs či návěs projít speciálním testem, na základě kterého se odstraní případné závady a nedostatky a teprve poté je vystaveno oprávnění k použití v silničním provozu. Co se týká materiálu, tak ten je určen především pro výrobu nových návěsů a přívěsů. Z toho plyne, že materiál má nejpomalejší schopnost přeměny v peníze.

### 3.4 Analýza poměrových ukazatelů

Dalším krokem je výpočet poměrových ukazatelů. Ty pokrývají veškeré složky výkonnosti podniku.

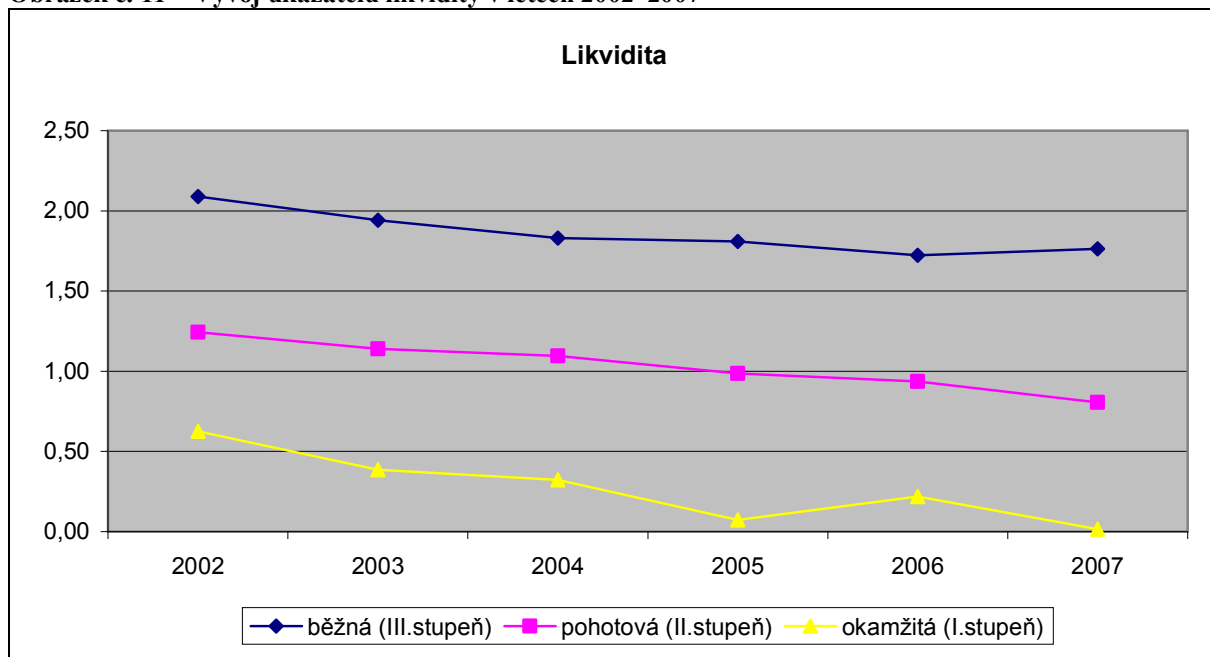
#### 3.4.1 Ukazatele likvidity

Tabulka č. 10 – Ukazatele likvidity

<i>likvidita</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Běžná (III.stupeň)	2,09	1,94	1,83	1,81	1,72	1,76
Pohotová (II.stupeň)	1,24	1,14	1,10	0,99	0,94	0,81
Okamžitá (I.stupeň)	0,63	0,39	0,32	0,07	0,22	0,02

Zdroj: výpočet autora

Obrázek č. 11 – Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2002–2007



Zdroj: autor

Doporučenou hodnotu<sup>49</sup> okamžité likvidity uvádí odborná literatura 0,2.<sup>50</sup> Podnik ve sledovaném období toto doporučení respektoval. Výjimkou byly pouze roky 2005 a 2007, kdy okamžitá likvidita poklesla až na hodnotu 0,07 resp. 0,02, což znamenalo, že v roce 2005 byl podnik schopen okamžitě uhradit jen 7 % všech svých krátkodobých závazků a v roce 2007 pouze 2 %. Tento fakt byl důsledkem poklesu krátkodobého finančního majetku z hodnoty 40 056 tis. Kč v roce 2004 až na 9 097 tis. Kč v roce následujícím a z 30 536 tis. Kč v roce 2006 na 2 847 tis. Kč v roce 2007.

V letech 2002 až 2004 dosahuje pohotová likvidita spíše nadprůměrné hodnoty, z čehož by se dalo usoudit, že se podnik přiklání spíše ke konzervativnější strategii. To znamená, že bezprostředně nehrozí riziko platební neschopnosti, ale na druhé straně je zase velká část majetku vázána v nevýnosných prostředcích.

Běžná likvidita se v celém sledovaném období pohybuje v mezích vymežujících optimální hodnotu. V průměru je jedna jednotka (1 Kč) krátkodobých závazků kryta 1,86 Kč oběžných aktiv.

Obecně mají všechny tři stupně likvidity mírný klesající trend, což je zapříčiněno především každoročním růstem krátkodobých závazků, které v roce 2002 činily 94 723 tis. Kč. a do roku 2007 narostly až na 187 347 tis.Kč.

### 3.4.2 Ukazatele aktivity

Tabulka č. 11 – Ukazatele aktivity

<i>Aktivita</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Obrat aktiv	2,04	1,83	2,38	2,15	1,89	1,85
Doba obratu aktiv	178,63	199,00	153,59	169,44	193,59	197,37
Obrat zásob	6,77	6,70	8,72	7,09	6,55	5,03
Doba obratu zásob	53,90	54,51	41,84	51,50	55,73	72,55
Obrat pohledávek	9,28	7,14	8,29	6,39	7,21	6,13
Doba obratu pohledávek	39,31	51,14	44,01	57,11	50,61	59,51
Obrat kr. závazků	5,73	5,38	6,41	5,83	5,15	4,82
Doba obratu kr. závazků	63,69	67,90	56,94	62,55	70,90	75,75

Zdroj: výpočet autora

Celková aktiva se stihla ve sledovaném období obrátit v průměru 2,02krát za rok, že by se jednou obrátila za necelých 182 dní. V roce 2004 dosáhl obrat aktiv maxima, když vyšplhal až na 2,38. To bylo zapříčiněno zejména prudkým nárůstem tržeb v daném roce,

<sup>49</sup> Všechny doporučené hodnoty je nutné brát spíše jako orientační, jednotlivé publikace jakožto i názory odborníků se od sebe liší.

<sup>50</sup> KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

který činil 270 318 tis. Kč oproti roku předchozímu. Doba obratu aktiv díky tomu poklesla pod 154 dní.

Obrat zásob měl ve sledovaném období podobný průběh jako obrat aktiv. V průměru se zásoby otočili téměř 7krát za rok, tudíž jednou za méně jak 55 dní. Nejvíce dní na jeden obrat potřebovaly zásoby v roce 2006, kdy se jednalo o více jak 72 dní. Za optimální je považována doba pod 60 dní, což podnik dodržel v každém roce vyjma posledního. Lze tedy konstatovat, že do roku 2007 podnik nevlastnil zbytečné nelikvidní zásoby. Zato v roce 2007 došlo k navýšení zásob o více jak 63 % oproti předchozímu roku 2006, což se projevilo prodloužením doby obratu zásob o téměř 17 dní.

Obrat pohledávek během jednoho roku je nejlepší v roce 2002, kdy se pohledávky přeměnily 9,28krát, tzn. přibližně za necelých 40 dní. Průměrná doba, za kterou se pohledávky navrátili v tržbách, pak byla přes 50 dní.

Krátkodobé závazky se oproti pohledávkám obracely pomaleji. Průměrně se však ve všech sledovaných letech stihly za jeden rok obrátit 5,6krát. Doba obratu se pohybovala mezi 76 a 57 dny. Doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků. Tato podmínka byla splněna ve všech letech. Nejmarkantnější rozdíl byl v roce 2002, kdy jeho hodnota činila přes 24 dní. Zato v roce 2005 to bylo jen necelých 6 dní.

### 3.4.3 Ukazatele zadluženosti

Tabulka č. 12 – Ukazatele zadluženosti

<b>Zadluženost</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ukazatel věřitelského rizika	36,49%	37,43%	41,61%	40,37%	46,41%	57,69%
Koeficient samofinancování	62,91%	62,14%	57,85%	59,22%	53,31%	41,99%
Míra zadluženosti	58,00%	60,23%	71,93%	68,16%	87,06%	137,40%
Překapitalizování	2,53	1,90	1,84	1,83	1,48	1,31
Úrokové krytí	7,22	6,20	6,19	2,92	1,75	1,37

Zdroj: výpočet autora

Hodnota věřitelského rizika začíná na 36,49 % v roce 2002 a postupně vyrostla až na hodnotu přes 57 % v roce 2007. S růstem hodnoty tohoto ukazatele obecně roste celková zadluženost podniku a tím i riziko věřitelů a akcionářů. Hodnoty zatím nepřesahují obecnou hranici 60 %, která ohraničuje nežádoucí pole, ale především v roce 2007 se této hranici dosti přibližují. Pokud posuzujeme věřitelské riziko, je nutné se na ně dívat v souvislosti s celkovou výnosností ROA, tzn. podnik Panav, a.s. při klesající výnosnosti zvyšoval věřitelské riziko, což není zrovna žádaný jev.



Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv (koeficient samofinancování) přináší kontrolu správnosti předchozího výpočtu, protože jejich součet se rovná 100 %. Poměr udává, že v průměru 56 % aktiv je financováno vlastním kapitálem společnosti.

Při analyzování míry zadluženosti si musíme sledované období rozdělit do dvou částí. První bude od roku 2002 až do roku 2006 a druhá bude tvořena pouze rokem 2007. V prvním období má míra zadluženosti rostoucí charakter, zapříčiněný zejména růstem dlouhodobých bankovních úvěrů, což s sebou přináší i růst nákladových úroků. V tomto období se míra zadluženosti blíží hranici 100 %, která je považována za optimální řešení. Je to stav, kdy podíl vlastního kapitálu k cizímu činí 1:1. Nejvíce se k této hodnotě přiblížil podnik v roce 2006, kdy míra zadluženosti přerostla 87 %. Ve druhém období, neboli v roce 2007, dosahuje míra zadluženosti hodnoty přes 137 %. Jinými slovy dochází k převaze cizích zdrojů nad vlastním kapitálem, na čemž nese největší vinu nárůst krátkodobých bankovních úvěrů a závazků z obchodních vztahů.

Hodnota koeficientu překapitalizování je ve všech letech vyšší jak 1. Podnik je tedy překapitalizován a lze vyvodit závěr, že podnik nedostatečně používá svůj kapitál. Vlastní kapitál nejen kryje dlouhodobý majetek, ale i krátkodobý. Přestože je díky tomu zabezpečena vysoká finanční stabilita, tak se zmenšuje účinnost podnikání. Z vývoje v daném období však můžeme usoudit, že se podnik vydal správným směrem, jelikož podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku postupně klesá až na hodnotu 1,31 v roce 2007.

Úrokové krytí ukazuje, kolikrát celkový efekt reprodukce pokryje úrokové platby a jeho hodnota by měla být alespoň 3. Vyjma posledních dvou let bylo tohle doporučení podnikem respektováno. V roce 2006 se úrokové krytí propadlo na hodnotu 1,75 a o rok později dokonce až na 1,37. To je důsledek stále rostoucího využívání bankovních úvěrů a od roku 2004 klesajícího hospodářského výsledku.

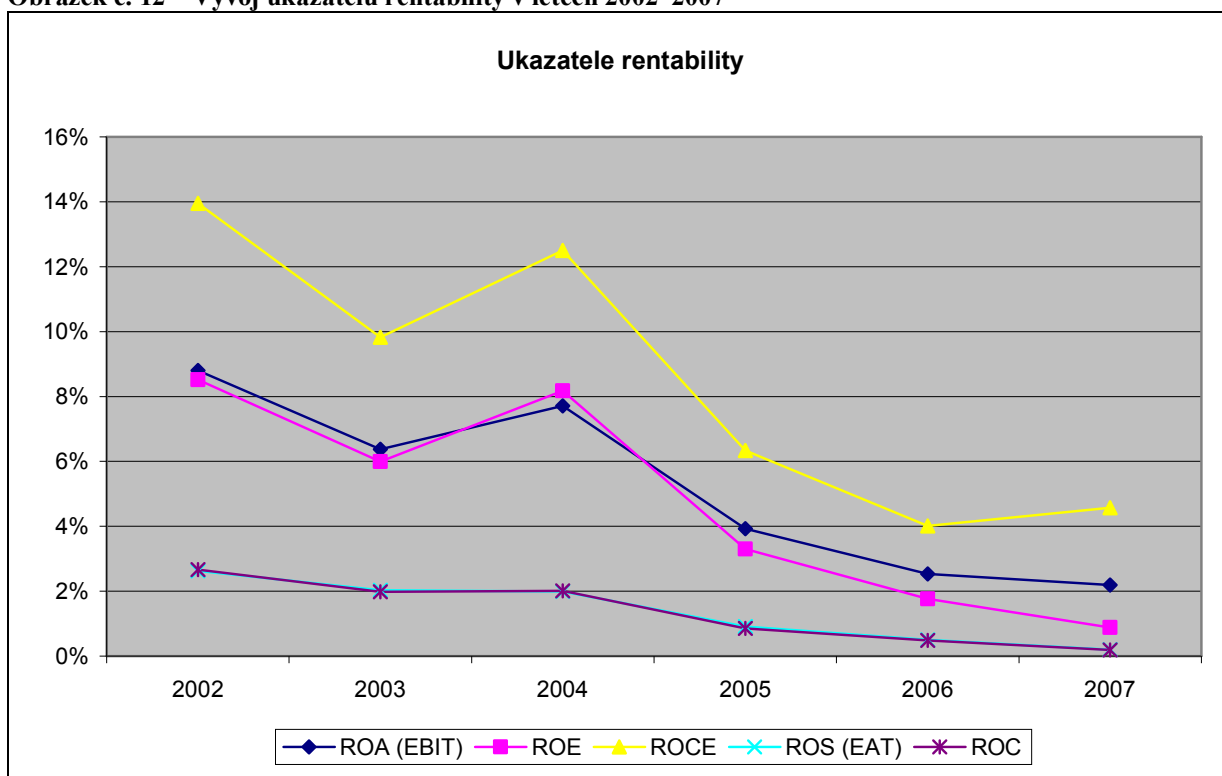
### 3.4.4 Ukazatele rentability

Tabulka č. 13 – Ukazatele rentability

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROA (EBIT)	8,80%	6,37%	7,71%	3,93%	2,53%	2,19%
ROE	8,52%	5,99%	8,18%	3,30%	1,76%	0,88%
ROCE	13,96%	9,83%	12,50%	6,34%	4,01%	4,57%
ROS (EAT)	2,62%	2,03%	1,99%	0,91%	0,50%	0,20%
ROC	2,67%	1,99%	2,01%	0,86%	0,48%	0,19%

Zdroj: výpočet autora

Obrázek č. 12 – Vývoj ukazatelů rentability v letech 2002–2007



Zdroj: autor

Rentabilita aktiv (ROA) počítaná s hodnotou EBIT dosazenou do čitatele vyjadřuje hrubou produkční sílu aktiv společnosti. Ve sledovaném období má klesající charakter. Výjimku tvoří pouze rok 2004, kdy se ukazatel ROA díky růstu EBIT (o 41,56 % oproti roku 2003) dostal až na hodnotu 7,71 %. Jenže v následujícím roce došlo opět k jeho snížení téměř na polovinu. Příčinou klesajícího charakteru rentability aktiv je neschopnost ukazatele EBIT napodobit rostoucí trend celkových aktiv.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) v našem případě přibližně kopíruje vývoj ROA, kdy klesá z 8,52 % v roce 2002 až na hodnotu 0,88 % v roce 2007, což není pro akcionáře příznivá zpráva, protože klesá podíl čistého zisku, který připadá na jednu korunu jimi investovaného kapitálu. Od roku 2005 začíná být hodnota nižší než výnosnost jiných alternativních investorských příležitostí, jako jsou například vklady na termínových účtech, které se pohybují například u České spořitelny do 3,7 % p.a. V tomto případě se nabízí otázka, zda by bylo lepší nepodnikat a vložené prostředky investovat do alternativní možnosti. Na tomto negativním vývoji ukazatele ROE nenese vinu růst vlastního kapitálu, protože zejména ve druhé polovině sledovaného období, kdy je pokles ROE nejstrmější, je růst vlastního kapitálu značně zpomalen. Z toho lze vyvodit závěr, že příčinou snižování ROE je pokles hospodářského výsledku podniku.

Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE) měří kolik Kč zisku před zdaněním a úroky připadá na 1 Kč dlouhodobého investovaného kapitálu. Trend se opět opakuje jako u předešlých dvou ukazatelů, kdy dochází k poklesu z 13,96 % (v roce 2002) až na 4,57 % (v roce 2007). Jedinou výjimkou byl rok 2004, kdy připadá na 1 Kč tohoto kapitálu 0,12 Kč zisku. Příčina tohoto vývoje je stejná jako u ROA – pokles ukazatele EBIT v druhé polovině sledovaného období a tento fakt je ještě umocněn v posledních dvou letech růstem dlouhodobých bankovních úvěrů.

Rentabilita tržeb (ROS) s použitím EAT v čitateli má vlivem růstu tržeb v celém sledovaném období pouze sestupný charakter. V roce 2004 se díky navýšení EAT ještě drží nad hranicí 2 %, avšak v následujícím roce klesá dokonce pod hodnotu 1%, což je zapříčiněno především znatelným poklesem EAT. V letech 2002 až 2007 vyprodukovala 1 Kč tržeb průměrně 0,014 Kč čistého zisku.

Rentabilita nákladů (ROC) ukazuje, zda se organizaci podařilo zhodnotit vložené náklady. Říká, kolik zisku připadne na 1 Kč nákladů. ROC má v daném období téměř totožný průběh jako zisková marže (ROS), jelikož růst tržeb jde ruku v ruce s růstem nákladů.

### 3.4.5 Ukazatele kapitálového trhu

Tabulka č. 14 – Ukazatele kapitálového trhu

<i>Ukazatele kapitálového trhu</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
počet akcií	122 311	122 311	122 311	122 311	122 311	122 311
účetní hodnota akcie (BV) (Kč)	1,367	1,453	1,582	1,635	1,663	1,676
čistý zisk na akcii (EPS) (Kč)	0,116	0,087	0,129	0,054	0,029	0,015

Zdroj: výpočet autora

Book value neboli účetní hodnota akcie je ovlivněna výší vlastního kapitálu v jednotlivých letech. Zisk, který je reinvestován představuje přírůstek vlastního kapitálu a je základem pro budoucí růstové příležitosti. Pro zdravý podnik by mělo teoreticky platit, že bude tento ukazatel v čase růst. V našem případě roste tento ukazatel z hodnoty 1,367 Kč až na 1,676 Kč.

Čistý zisk na akcii ve sledovaném období kolísá dle výše hospodářského výsledku. Nejvyšší hodnoty dosáhl parametr v roce 2004, kdy na jednu akcii připadlo 0,129 Kč čistého zisku. Avšak od tohoto roku došlo k výraznému poklesu až na hodnotu 0,015 Kč v roce 2007.

Ve sledovaném období se akcie firmy Panav, a.s. vůbec neobchodovaly, tudíž není stanovena jejich tržní cena. Díky tomu pak není možné stanovit ukazatel P/E a M/B ratio. Další ukazatele kapitálového trhu jako výplatní poměr či dividendový výnos jsem do této

práce nezařadil z důvodu, že ani v jednom roce ve sledovaném období nebyly v podniku vyplaceny dividendy.

### 3.5 Pravidla financování

Pravidla financování poskytují řadu doporučení vedoucích k celkové stabilitě podniku a mohou sloužit ke všeobecnému posouzení hospodaření podniku. Zpravidla je prosazována zásada, že vlastní kapitál by měl krýt jen ta dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro podnik.

Dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý a vyšší podíl dlouhodobého kapitálu snižuje celkovou efektivnost činnosti podniku. Příliš nízký podíl dlouhodobého kapitálu je však značně riskantní a může vyvolat vážné platební potíže podniku.

#### 3.5.1 Zlaté pravidlo financování

Tabulka č. 15 – Zlaté pravidlo financování (v tis. Kč)

<i>Pravidlo financování</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
stálá aktiva	66 053	93 746	105 041	109 045	137 442	156 064
dlouhodobé zdroje	167 514	185 308	206 167	209 403	240 578	234 161
přebytek dlouhodobých zdrojů	101 461	91 562	101 126	100 358	103 136	78 097
dl.zdroje/stálá aktiva	2,54	1,98	1,96	1,92	1,75	1,50

Zdroj: výpočet autora

Společnost Panav dodržovala zlaté bilanční pravidlo financování ve všech sledovaných letech, tzn. dlouhodobý majetek je plně financován z dlouhodobých zdrojů. Dlouhodobé zdroje dokonce výrazně převyšují dlouhodobý majetek. Z toho vyplývá, že část oběžných aktiv je financována nejen z krátkodobých zdrojů, ale také z těch dlouhodobých, které jsou pro podnik relativně dražší. Pro hospodaření podniku je tato verze lepší, než kdyby tomu bylo obráceně, přesto není tento způsob alokování dlouhodobých zdrojů efektivní. Pozitivně můžeme hodnotit fakt, že poměr dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv má klesající trend.

#### 3.5.2 Pravidlo vyrovnání rizika

Tabulka č. 16 – Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)

<i>Pravidlo vyrovnání rizika</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
vlastní kapitál	167 140	177 674	193 457	199 963	203 376	204 961
cizí zdroje	96 935	107 007	139 152	136 295	177 061	281 618
přebytek vlast.kapitálu	70 205	70 667	54 305	63 668	26 315	-76 657
vlastní kapitál/cizí zdroje	1,72	1,66	1,39	1,47	1,15	0,73

Zdroj: výpočet autora

Tabulka č. 16 ukazuje, že v období mezi roky 2002 až 2006 je zlaté pravidlo vyrovnání rizika společností plněno, ale došlo k více jak padesátiprocentnímu snížení v převaze VK nad CZ, společnost tedy začala více využívat cizí zdroje, což bylo chápáno jako jev příznivý. Avšak vlivem vysokého navýšení cizích zdrojů v roce 2007, se podnik dostal do situace, kdy cizí zdroje převyšují vlastní kapitál. To pro něj může být nebezpečné, jelikož se zvyšující se zadlužeností se zvyšuje také riziko věřitelů, kteří proto požadují vyšší úroky a společnost se může dostat do celkové finanční nestability.

### 3.5.3 Pari pravidlo

Tabulka č. 17 – Pari pravidlo (v tis. Kč)

<i>Pari pravidlo</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
dlouhodobý majetek	66 053	93 746	105 041	109 045	137 442	156 064
vlastní kapitál	167 140	177 674	193 457	199 963	203 376	204 961
přebytek vlast.kapitálu	101 087	83 928	88 416	90 918	65 934	48 897
vlastní kapitál / dl.majetek	2,53	1,90	1,84	1,83	1,48	1,31

Zdroj: výpočet autora

Jak už jsem nastínil v předchozí kapitole zabývající se ukazateli zadluženosti, podnik je překapitalizován a způsob financování se ukazuje jako málo efektivní. Panav, a.s. tedy nevyužívá pari pravidla a taktéž nevyužívá výhod financování dlouhodobého majetku cizími zdroji.

### 3.5.4 Poměrové pravidlo

Tabulka č. 18 – Poměrové pravidlo (v tis. Kč)

<i>Poměrové pravidlo</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
celkové investice	13 759	39 726	28 874	23 930	50 231	46 272
tržby	542 846	524 428	794 746	727 365	719 240	902 678
		<b>2003/2002</b>	<b>2004/2003</b>	<b>2005/2004</b>	<b>2006/2005</b>	<b>2007/2006</b>
tempo růstu investic		2,89	0,73	0,83	2,10	0,92
tempo růstu tržeb		0,97	1,52	0,92	0,99	1,26
splnění pravidla		ne	ano	ano	ne	ano

Zdroj: výpočet autora

Poměrové pravidlo nebylo splněno v letech 2003 a 2006. Rok 2003 můžeme nazvat jako rok zahájení rozsáhlejší investiční činnosti v akciové společnosti, jelikož byla postavena nová provozní hala za 12 mil. Kč. a hodnota celkových investic přesáhla částku 35 mil. Kč. V roce 2006 společnost investovala do výstavby prodejního skladu v Unčovicích náklady v celkové výši přesahující 27 mil. Kč.

Závěrem lze tedy konstatovat, že pravidla financování není možné chápat dogmaticky. V určitých situacích (restrukturalizace, velké investiční akce,...) nemusí nutně porušení pravidel znamenat finanční nestabilitu podniku, avšak jejich splnění vypovídá o určitém finančním zdraví podniku.

### 3.6 Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu

Dle Du Pontovy rovnice rozkládáme ukazatel ROE na rentabilitu tržeb, obrat aktiv a finanční páku. Du Pontův rozklad informuje o základních činitelích efektivnosti, které měly vliv na souhrnný ukazatel rentability.

Tabulka č. 19 – Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>rentabilita tržeb</b> (čistý zisk/tržby)	0,026	0,020	0,020	0,009	0,005	0,002
<b>obrat aktiv</b> (tržby/aktiva)	2,043	1,834	2,376	2,154	1,885	1,849
<b>finanční páka</b> (aktiva/vlastní kapitál)	1,590	1,609	1,729	1,689	1,876	2,382
<b>ROE</b>	<b>0,085</b>	<b>0,060</b>	<b>0,082</b>	<b>0,033</b>	<b>0,018</b>	<b>0,009</b>

Zdroj: výpočet autora

Jak je vidět z tabulky č. 19, tak ukazatel ROE dosahuje maxima na začátku sledovaného období. V roce 2004 se hodnotou 0,082 ještě přiblíží k tomuto maximu, ale jinak má ROE klesající charakter, obzvláště výrazný v posledních třech letech. Podívejme se, co je příčinou těchto změn. Mírný pokles obratu aktiv je kompenzován růstovým trendem finanční páky. Díky tomu se dá tedy konstatovat, že na poklesu ROE nese největší podíl právě pokles rentability tržeb, což potvrzuje následující tabulka.

Tabulka č. 20 – Vliv rentability tržeb na rentabilitu vlastního kapitálu

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
rentabilita tržeb	0,026	0,020	0,020	0,009	0,005	0,002
obrat aktiv * finanční páka	3,248	2,952	4,108	3,637	3,537	4,404
<b>ROE</b>	<b>0,085</b>	<b>0,060</b>	<b>0,082</b>	<b>0,033</b>	<b>0,018</b>	<b>0,009</b>

Zdroj: výpočet autora

Z předchozí tabulky je patrné, že součin obratu aktiv a finanční páky má spíše rostoucí charakter, a přesto dochází k poklesu ROE. Do roku 2004 klesala rentabilita tržeb jen pozvolna, což díky růstu finanční páky i obratu aktiv v roce 2004, mělo za následek udržení ROE na přibližně stejné hodnotě jako v roce 2002. Jenže poté došlo k velkému propadu

rentability tržeb, což nemohl kompenzovat ani nárůst součinu obratu aktiv a finanční páky a ROE zaznamenala strmý pokles. Takže z toho všeho plyne, že pokles ROE u Panav, a.s. je způsoben poklesem rentability tržeb, neboli růstem tržeb se současným snižováním čistého zisku. Jelikož je čistý zisk tvořen rozdílem mezi tržbami a celkovými náklady, měl by se podnik vydat cestou snižování nákladů.

### 3.7 Analýza finanční páky

Tabulka č. 21 – Analýza finanční páky

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROE	0,085	0,060	0,082	0,033	0,018	0,009
čistý zisk/EBIT	0,609	0,585	0,614	0,497	0,372	0,169
aktiva/vlastní kapitál	1,590	1,609	1,729	1,689	1,876	2,382
<b>e</b>	<b>0,968</b>	<b>0,941</b>	<b>1,061</b>	<b>0,839</b>	<b>0,698</b>	<b>0,402</b>

Zdroj: výpočet autora

Využitím cizího kapitálu finanční páka zvyšuje výnosnost kapitálu vlastního. Tabulka č. 21 ukazuje, že v podniku působí finanční páka pozitivně ( $e > 1$ ) pouze v roce 2004. V letech 2002 a 2003 dosahuje koeficient  $e$  hodnot blízkých se k číslu jedna. Zato po roce 2004 se hodnota tohoto koeficientu začíná propadat až na 0,402 v roce 2007. To signalizuje, že zvyšování zadluženosti podniku nepřispívá ke zvyšování rentability vlastního kapitálu, ale naopak.

### 3.8 Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA

Tabulka č. 22 – Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
$r_f$	5,10%	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%	4,24%
$r_{LA}$	4,76%	4,71%	4,63%	4,62%	4,53%	4,34%
$r_{\text{podnikatelské}}$	8,49%	4,91%	3,21%	7,13%	5,31%	3,25%
$r_{\text{FinStab}}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC	18,36%	13,73%	12,64%	15,28%	13,60%	11,82%
$r_e$	17,22%	13,29%	12,04%	14,46%	14,04%	14,36%
ROE	8,52%	5,99%	8,18%	3,30%	1,76%	0,88%
VK (v tis. Kč)	167 140	177 674	193 457	199 963	203 376	204 961
<b>EVA (v tis. Kč)</b>	<b>-14 544,37</b>	<b>-12 963,58</b>	<b>-7 479,97</b>	<b>-22 326,05</b>	<b>-24 971,37</b>	<b>-27 622,55</b>

Zdroj: výpočet autora

V celém období sledujeme záporné hodnoty ekonomické přidané hodnoty, které značí, že dochází k úbytku bohatství majitelů podniku, jelikož náklady na investovaný kapitál jsou

vynakládány vyšší než je výnosnost tohoto kapitálu. Díky tomu můžeme konstatovat, že podnik Panav, a.s. od roku 2002 nevytvořil žádnou přidanou hodnotu, dokonce došlo k jejímu ničení. Na druhou stranu je třeba říct, že tento jev se vyskytuje u mnoha českých společností.

Relativně nejlépe se společnosti dařilo v roce 2004, kdy byla ztráta přidané hodnoty „pouze“ ve výši necelých 7,5 mil. Kč. Vypočtené hodnoty ukazatele EVA ukazují, že z hlediska hospodaření jsou nejméně úspěšnými poslední dva sledované roky. Hlavním důvodem tohoto vývoje je pokles rentability vlastního kapitálu, jelikož hodnota nákladů na vlastní kapitál si udržuje přibližně stejnou úroveň. Díky tomu se zvyšuje záporná hodnota tzv. spreadu, který je dán rozdílem ROE a koeficientem  $r_e$  (alternativní náklad vlastního kapitálu). Příklad postupu výpočtu ekonomické přidané hodnoty EVA pro konkrétní rok je uveden v příloze č. 6.

### 3.9 Srovnání s výsledky v oboru

Vzhledem k charakteru činnosti podniku Panav, a.s. jsem jej zařadil do kategorie výroba motorových vozidel, přívesů a návěsů a z tohoto oboru použiji i hodnoty pro srovnání. Uvedená data byla čerpána z finančních analýz průmyslu a obchodu pro jednotlivé roky ze serveru [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz).<sup>51</sup>

Tabulka č. 23 – Porovnání s výsledky v oboru

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROA	podnik	8,80%	6,37%	7,71%	3,93%	2,53%	2,19%
	odvětví	9,35%	7,90%	10,53%	7,90%	11,04%	14,45%
ROE	podnik	8,52%	5,99%	8,18%	3,30%	1,76%	0,88%
	odvětví	13,01%	10,23%	14,97%	10,73%	16,21%	19,80%
BL (L3)	podnik	2,09	1,94	1,83	1,81	1,72	1,76
	odvětví	1,10	1,28	1,32	1,09	1,33	1,45
PL (L2)	podnik	1,24	1,14	1,10	0,99	0,94	0,81
	odvětví	0,70	0,88	0,95	0,78	0,95	1,13
OL (L1)	podnik	0,63	0,39	0,32	0,07	0,22	0,02
	odvětví	0,11	0,29	0,32	0,11	0,13	0,11
celková zadluženost	podnik	36,49%	37,43%	41,61%	40,37%	46,41%	57,69%
	odvětví	54,26%	54,50%	55,60%	55,05%	60,38%	62,44%

Zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz), výpočet autora

<sup>51</sup> *Finanční analýzy průmyslu a stavebnictví*. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.mpo.cz>>.



Jak u ukazatele ROA, tak u ukazatele ROE se hodnoty pohybovaly pod výsledky v odvětví. Z počátku jen lehce, ale postupně se rozdíl prohluboval vlivem neustálého poklesu ROA, resp. ROE podniku.

U celkové likvidity odvětví vykazuje agresivní strategii, zatímco podnik aplikoval strategii průměrnou. U pohotové likvidity přechází podnik během sledovaného období ze strategie konzervativní na neutrální a přibližuje se k odvětvovému průměru. Co se týče okamžité likvidity, tak kromě roku 2005 a 2007 se podnik drží nad průměrem odvětví.

Celková zadluženost podniku je přibližně o 15% nižší než je tomu průměrně v oboru, ale v posledním roce na to podnik zareagoval a posunul se téměř na hodnotu průměru odvětví.

## 4 Komplexní posouzení finančního zdraví podniku Panav, a.s.

### 4.1 Altmanova analýza

Tabulka č. 24 – Altmanův model  $Z_0$

<i>altman <math>Z_0</math></i>	<i>koef.</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
$X_1$ (čistý prac.kapitál/akt.celk.)	0,717	0,381	0,315	0,301	0,292	0,264	0,292
$X_2$ (zadrž.výdělky/akt.celk.)	0,847	0,169	0,194	0,213	0,230	0,212	0,169
$X_3$ (EBIT/aktiva celkem)	3,107	0,088	0,064	0,077	0,039	0,025	0,022
$X_4$ (zákl.kapitál/celk.dluhy)	0,420	1,286	1,248	0,982	0,978	0,875	0,653
$X_5$ (tržby/aktiva celkem)	0,998	2,043	1,834	2,376	2,154	1,885	1,849
<b><math>Z_0</math> koeficient</b>		<b>3,269</b>	<b>2,942</b>	<b>3,419</b>	<b>3,087</b>	<b>2,697</b>	<b>2,541</b>

Zdroj: výpočet autora

Mnoho českých podniků se v Altmanově analýze nachází v tzv. šedé zóně, nicméně sledovaný podnik si v zmiňované analýze nevedl nikterak zle. Do roku 2006 se hodnota Z-skóre pohybovala nad hranicí šedé zóny (byla větší než 2,9), proto v tomto období můžeme považovat Panav, a.s. jako finančně zdravý podnik. K propadu do šedé zóny v roce 2006 došlo zejména díky růstu bilanční sumy a současnému mírnému poklesu tržeb a docela znatelnému snížení EBIT. Ani v roce 2007 se klesající trend Z-skóre nezastavil a největší vliv na to měl prudký nárůst celkových dluhů (především krátkodobých závazků). Za nejúspěšnější z hlediska tohoto ukazatele můžeme považovat rok 2004.

### 4.2 Indexy IN

Tabulka č. 25 – Index IN 95

<i>Index IN 95</i>	<i>koef.</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007
$X_1$ (aktiva celkem/cizí zdroje)	0,23	2,741	2,672	2,403	2,477	2,155	1,733
$X_2$ (EBIT/nákladové úroky)	0,11	7,224	6,198	6,193	2,920	1,750	1,366
$X_3$ (EBIT/aktiva celkem)	29,29	0,088	0,064	0,077	0,039	0,025	0,022
$X_4$ (výnosy/aktiva celkem)	0,71	2,084	1,927	2,420	2,302	1,953	1,974
$X_5$ (oběž.A/kr.záv.a kr.bank.úv.)	0,10	2,049	1,906	1,795	1,778	1,721	1,308
$X_6$ (závazky po lhůtě splatn./tržby)	-7,46	0,008	0,004	0,003	0,004	0,001	0,000
<b>IN 95</b>		<b>5,63</b>	<b>4,69</b>	<b>5,37</b>	<b>3,83</b>	<b>2,98</b>	<b>2,72</b>

Zdroj: výpočet autora

Z hlediska indexu IN 95 se podnik těší velmi dobrému finančnímu zdraví. V celém sledovaném období přesahuje jeho hodnota stanovenou mez, tedy číslo 2 pro tento model,

a to povětšinou velmi výrazně. I když index zaznamenává klesající trend, není zatím ohrožena finanční důvěryhodnost podniku.

**Tabulka č. 26 – Index IN 99**

<b>Index IN 99</b>	<b>koef.</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
X <sub>1</sub> (cizí kapitál/aktiva celkem)	-0,017	0,365	0,374	0,416	0,404	0,464	0,577
X <sub>2</sub> (EBIT/aktiva celkem)	4,573	0,088	0,064	0,077	0,039	0,025	0,022
X <sub>3</sub> (výnosy/aktiva celkem)	0,481	2,084	1,927	2,420	2,302	1,953	1,986
X <sub>4</sub> (oběž.A/kr.závazky)	0,015	2,089	1,942	1,831	1,809	1,723	1,763
<b>IN 99</b>		<b>1,430</b>	<b>1,241</b>	<b>1,537</b>	<b>1,307</b>	<b>1,073</b>	<b>1,072</b>

Zdroj: výpočet autora

Bonitní index IN 99 nás informuje, zda-li podnik tvoří či netvoří ekonomickou přidanou hodnotu EVA. Tento verdikt není možné potvrdit ani v jednom roce. Jen pro připomenutí, dle tohoto modelu tvoří podnik ekonomickou přidanou hodnotu při indexu větším než 2,070. Dle interpretace modelu lze říci, že si podnik nestojí špatně v roce 2002 a 2004. Ve zbylých letech se v podniku vyskytují určité problémy. Především v posledních dvou letech podnik sklouzává do oblasti hodnot indexu IN 99, které se vyznačují převažujícími problémy.

Dobrá úroveň indexu IN 95 a spíše špatné hodnoty indexu IN 99 svědčí o tom, že jde o stabilizovaný podnik s nedostatečnou výkonností pro vlastníka.

**Tabulka č. 27 – Index IN 01**

<b>Index IN 01</b>	<b>koef.</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
X <sub>1</sub> (aktiva celkem / cizí zdroje)	0,13	2,741	2,672	2,403	2,477	2,155	1,733
X <sub>2</sub> (EBIT / nákladové úroky)	0,04	7,224	6,198	6,193	2,920	1,750	1,366
X <sub>3</sub> (EBIT / aktiva celkem)	3,92	0,088	0,064	0,077	0,039	0,025	0,022
X <sub>4</sub> (výnosy / aktiva celkem)	0,21	2,084	1,927	2,420	2,302	1,953	1,974
X <sub>5</sub> (oběž.A / kr.záv.a kr.bank.úv.a výg)	0,09	2,049	1,906	1,795	1,778	1,721	1,308
<b>IN 01</b>		<b>1,612</b>	<b>1,421</b>	<b>1,532</b>	<b>1,236</b>	<b>1,014</b>	<b>0,898</b>

Zdroj: výpočet autora

Další spíše bonitní index IN 01 se v celém sledovaném období pohybuje v oblasti šedé zóny, kdy se nedá jednoznačně určit přínos podniku. Do roku 2005 se hodnoty indexu pohybují v horních hranicích šedé zóny. Jenže v roce 2007 se index IN 01 přiblížil hodnotou 0,898 ke spodní hranici šedé zóny, která signalizuje, že podnik netvoří hodnotu a je u něj zvýšené riziko bankrotu. Bylo to způsobeno zejména poklesem EBIT a růstem nákladových úroků. To, že podnik netvoří přidanou hodnotu, nám prozradil již dříve provedený rozbor ukazatele EVA.

### 4.3 Tafflerův model

Tabulka č. 28 – Tafflerův model

<i>Tafflerův model</i>	<i>koef.</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
X <sub>1</sub> (EBT/kr.závazky)	0,53	0,213	0,157	0,174	0,070	0,030	0,015
X <sub>2</sub> (oběžná aktiva/kr.+dl.závazky)	0,13	2,081	1,933	1,822	1,804	1,723	1,763
X <sub>3</sub> (kr.závazky/celková aktiva)	0,18	0,357	0,341	0,371	0,369	0,366	0,384
X <sub>4</sub> (celkové tržby/celková aktiva)	0,16	2,043	1,834	2,376	2,154	1,885	1,849
<b>Z<sub>T</sub></b>		<b>0,774</b>	<b>0,689</b>	<b>0,776</b>	<b>0,683</b>	<b>0,607</b>	<b>0,602</b>

Zdroj: výpočet autora

Dle Tafflerova indexu je případný bankrot společnosti jen málo pravděpodobný, pokud výsledná hodnota nepoklesne pod hranici 0,3. Po celé sledované období hodnoty převyšují tuto hranici více jak dvojnásobně a tak společnosti tohle riziko nehrozí. Nejvyšší je v roce 2004, kdy dosahuje hodnoty 0,776. Poté nastává mírný pokles až na hodnotu 0,602 v roce 2007.

### 4.4 Kralickův Quick test

Tabulka č. 29 – Kralickův Quick test

<i>Kralickův Quick test</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
R1 (Kvóta vlastního kapitálu)	62,91%	62,14%	57,85%	59,22%	53,31%	41,99%
R2 (Doba splácení dluhu z CF)	0,73	6,32	3,87	-37,23	3,18	-7,31
R3 (Cash flow v tržbách)	9,54%	2,01%	3,19%	-0,44%	6,25%	-3,98%
R4 (ROA)	8,80%	6,37%	7,71%	3,93%	2,53%	2,19%
<b>hodnocení (známka)</b>						
R1 (Kvóta vlastního kapitálu)	1	1	1	1	1	1
R2 (Doba splácení dluhu z CF)	1	3	2	5	2	5
R3 (Cash flow v tržbách)	2	4	4	5	3	5
R4 (ROA)	3	4	4	4	4	4
Hodnocení finanční stability	1	2	1,5	3	1,5	3
Hodnocení rentability	2,5	4	4	4,5	3,5	4,5
<b>Hodnocení celkové situace</b>	<b>1,75</b>	<b>3</b>	<b>2,75</b>	<b>3,75</b>	<b>2,5</b>	<b>3,75</b>

Zdroj: výpočet autora

Jak už jsem se zmiňoval v předchozích kapitolách, tak u společnosti převládá financování vlastním kapitálem. To je také příčinou výborného hodnocení „kvóty vlastního kapitálu“ v celém období.

Vlivem záporného provozního Cash flow v roce 2005 a také 2007 dochází k nevyhovujícímu hodnocení „doby splácení dluhu z CF“ v těchto letech. Ve zbytku období však podnik dosahuje spíše nadprůměrného ohodnocení.

Cash flow v tržbách je vyjma prvního roku hodnocena převážně podprůměrně vlivem vysokých tržeb a nízkého provozního peněžního toku.

Rentabilita aktiv (ROA) je v průměru nejhůře hodnocený parametr ze všech. Je to dáno nízkou hodnotou EBIT v porovnání s objemem celkových aktiv.

Hodnocení finanční stability dosahuje vyjma roku 2005 a 2007 velice dobrých až výborných výsledků. Bohužel to samé se nedá tvrdit o hodnocení rentability. Ta je opět nejhůře hodnocena v roce 2005 a 2007, ale ani v ostatních letech nedosahuje uspokojivých výsledků. To má pak i vliv na hodnocení celkové situace podniku. Ta je nejlepší v roce 2002. V roce 2003, 2004 a 2006 je podnik hodnocen průměrně a nejhůře je podnik hodnocen v už zmíněných letech 2005 a 2007, což bylo zapříčiněno zápornou hodnotou provozního CF.

## Závěr

Cílem této práce bylo analyzovat situaci a vývoj v podniku Panav, a.s. v letech 2002 až 2007. Pojd'me se tedy podívat na výsledky jednotlivých částí analýzy.

Po provedení horizontální analýzy rozvahy můžu vyslovit závěr, že z hlediska meziročního růstu byly nejúspěšnější roky 2004 a 2007. Když tuhle skutečnost zkonfrontujeme s horizontální analýzou výkazu zisků a ztrát, tak dojdeme ke stejnému závěru. Tedy že v roce 2004 a 2007 dochází k největšímu růstu jednotlivých položek. Avšak tyhle dva roky se od sebe markantně liší. A to položkou hospodářského výsledku, která v roce 2007 oproti roku 2004 nezaznamenala nárůst, nýbrž pokles. Z hlediska horizontální analýzy můžeme sledované období rozdělit na dvě části, jejichž mezník tvoří rok 2004. V tomto roce zaznamenal podnik Panav, a.s. nejvyššího hospodářského výsledku, který ve zbytku období už jen klesal. V roce 2007 pak dosáhl pouze jedné desetiny hospodářského výsledku z roku 2004, a to i přes fakt, že vzrostly tržby i celková bilanční suma.

Vertikální analýza nám vypovídá o tom, že se ve sledovaném období mění financování společnosti. Každoročně jsou stále více využívány cizí zdroje, což můžeme bezesporu považovat za pozitivní vývoj, avšak v následujících letech by podnik měl tento trend pozastavit na přijatelné hranici, aby tím pak nebyla narušena jeho solventnost. Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty poukazuje opět na negativní vývoj hospodářského výsledku, kdy jeho podíl na celkových tržbách klesá v celém sledovaném období a na jeho konci dosahuje alarmující hodnoty pouhých 0,2 %.

Po provedení analýzy poměrových ukazatelů můžu vyslovit závěr, že podnik obecně nemá problémy se svojí likviditou, tudíž se věřitelé nemusí obávat jeho platební neschopnosti. Co se týče ukazatelů aktivity, tak si opět nestojí špatně. Upozornil bych pouze na hodnotu doby obratu zásob v roce 2007, která překročila o 20 % doporučenou hodnotu pro tento ukazatel, což bylo způsobeno vysokým růstem zásob v daném roce.

Zkoumání ukazatelů zadluženosti potvrdilo výše zmíněný poznatek, že roste celková zadluženost podniku a tím i riziko věřitelů a akcionářů. Hodnoty však zatím nepřesahují obecnou hranici 60 %, která ohraničuje nežádoucí pole. Pokud posuzujeme věřitelské riziko, je nutné se na ně dívat v souvislosti s celkovou výnosností ROA, tzn. podnik Panav, a.s. při klesající výnosnosti zvyšoval věřitelské riziko, což není zrovna žádaný jev.

Koeficient překapitalizování nám signalizuje, že podnik je překapitalizován, tedy nedostatečně používá svůj kapitál. Přestože je díky tomu zabezpečena vysoká finanční stabilita, tak se zmenšuje účinnost podnikání. Z vývoje v daném období však můžeme

usoudit, že se podnik vydal správným směrem, jelikož podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku postupně klesá až na hodnotu 1,31 v roce 2007.

Vlivem stále rostoucího využívání bankovních úvěrů a klesajícího hospodářského výsledku jsou hodnoty úrokového krytí po roce 2004 značně nežádoucí, na což by měl podnik reagovat snížením využívání úročeného kapitálu.

Ukazatelé rentability si do roku 2004 drží přijatelné hodnoty, avšak poté se začnou rapidně propadat. To je zapříčiněno už zmiňovaným poklesem hospodářských výsledků společnosti doplněného růstem bilanční sumy, resp. celkových tržeb. K zamyšlení je tedy fakt, že od roku 2005 začíná být hodnota rentability vlastního kapitálu nižší než výnosnost jiných alternativních investorských příležitostí, jako jsou například vklady na termínových účtech. Z Du Pontova rozkladu rentability vlastního kapitálu plyne, že pokles ROE u Panav, a.s. je způsoben poklesem rentability tržeb, neboli růstem tržeb se současným snižováním čistého zisku. Jelikož čistý zisk je tvořen rozdílem mezi tržbami a celkovými náklady, měl by se podnik vydát cestou snižování nákladů.

V části věnované Du Pontovu rozkladu rentability vlastního kapitálu jsem dospěl k závěru, že příčinou nízké a stále klesající rentability vlastního kapitálu je malá rentabilita tržeb, neboli relativně vysoké tržby v kombinaci s nízkým hospodářským výsledkem. Na základě toho jsem si položil otázku: Proč dochází k poklesu hospodářského výsledku při současném růstu tržeb? Při hledání odpovědi jsem se dopátral k zajímavému faktu, který mi na moji otázku částečně odpověděl. Zjistil jsem, že podnik každoročně vyprodukuje a prodá více přívěsů a návěsů, čímž nepochybně zvyšuje svoje tržby. Jenže tohle zvyšování objemu výroby je na úkor kvality. Často se tedy stává, že se prodané výrobky vrátí zpět s nějakou závadou, kterou pak musí podnik na svoje náklady odstranit. Tímto procesem dodatečně vznikají společnosti neplánované náklady, které se následně projeví snížením hospodářského výsledku. Jako efektivní řešení bych doporučil zaměřit se na zvýšení kvality produktů, což by napomohlo k zefektivnění výroby a snížení nákladů.

Co se týká bilančních pravidel, měla by společnost pozměnit strukturu financování a snažit se financovat dlouhodobý majetek z dlouhodobých zdrojů a oběžný z těch krátkodobých, aby se zdroje a jim odpovídající aktiva časově sladila. Dále je důležité pokračovat v současném trendu snižování převahy vlastního kapitálu nad cizími zdroji a vyrovnávání vzájemného poměru na 1:1 z toho důvodu, aby byla zachována příznivá likvidita a prosperita podniku. Cizí kapitál je pro podnik levnější díky možnosti využití tzv. daňového štítu, ale zároveň s sebou přináší vyšší míru rizika. V neposlední řadě by měl být kladen důraz na přizpůsobení výše tempa růstu investic tempu růstu tržeb.

Tabulka č. 30 – Shrnutí výsledků komplexních metod

Shrnutí výsledků metod	Dosažené výsledky					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EVA	záporná hodnota					
Altman $Z_0$	dobrá situace (nehrozí bankrot)				šedá zóna	
IN 95	velmi dobré postavení					
IN 99	dobré postavení	šedá zóna	dobré postavení	šedá zóna	mírné problémy	mírné problémy
IN 01	šedá zóna					
Taffler	velmi dobré postavení (nehrozí bankrot)					
Quick test	velmi dobré	dobré	dobré	špatné	dobré	špatné

Zdroj: autor

Podnik Panav, a.s. za celé období nevytvořil žádnou přidanou hodnotu, dokonce došlo k jejímu ničení. Na druhou stranu je třeba říci, že tento jev se vyskytuje u mnoha českých společností.

Altmanova analýza označila Panav, a.s. jako finančně zdravý podnik. I když se situace v posledních dvou letech částečně zhoršila, pořád nehrozí podle tohoto modelu bankrot společnosti. Také dle Tafflerova indexu je případný bankrot společnosti jen málo pravděpodobný

Dobrá úroveň indexu IN 95 a spíše špatné hodnoty indexu IN 99 svědčí o tom, že jde o stabilizovaný podnik s nedostatečnou výkonností pro vlastníka. Bonitní index IN 01 se v celém sledovaném období pohybuje v oblasti šedé zóny, ale zvláště v posledních letech se přibližuje k její spodní hranici, což poukazuje na to, že podnik netvoří hodnotu. K tomuto závěru jsem dospěl již při rozboru ekonomické přidané hodnoty EVA.

Při hodnocení celkové situace pomocí Kralickova Quick testu si podnik vede s menšími výkyvy průměrně. Co se týče finanční stability, tak je podnik hodnocen spíše nadprůměrně, avšak při hodnocení rentability je tomu právě naopak.



**Tabulka č. 31 – Vyhodnocení úspěšnosti jednotlivých let v období 2002-2007**

	<i>Pořadí daného roku</i>					
	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
EVA	3	2	1	4	5	6
Altman Z <sub>0</sub>	2	4	1	3	5	6
IN 95	1	3	2	4	5	6
IN 99	2	4	1	3	5	6
IN 01	1	3	2	4	5	6
Taffler	2	3	1	4	5	6
Quick test	1	4	3	5	2	5
<b>Průměrné pořadí</b>	<b>1,71</b>	<b>3,29</b>	<b>1,57</b>	<b>3,86</b>	<b>4,57</b>	<b>5,86</b>
<b>Celkové pořadí</b>	<b>2.</b>	<b>3.</b>	<b>1.</b>	<b>4.</b>	<b>5.</b>	<b>6.</b>

Zdroj: autor

V tabulce č. 31 jsem stanovil pořadí jednotlivých let ve sledovaném období dle dosažených výsledků jednotlivých metod posouzení komplexního zdraví podniku Panav, a.s. Celkové pořadí jsem pak určil z průměru těchto dílčích výsledků. Tabulka potvrzuje, že jednoznačně nejúspěšnějším rokem byl rok 2004. Čtyři ze sedmi metod komplexního posouzení finančního zdraví podniku určili tento rok jako nejlépe hodnocený v daném období, na čemž zajisté nese velký podíl vstup ČR do EU v tomto roce. Na opačném pólu pak stojí rok 2007. Ten u všech metod zaujal tu nejnižší příčku a tudíž je právem hodnocen jako „nejslabší rok“ za celé období z hlediska použitých typů modelů, které komplexně hodnotí finanční zdraví podniku.

Závěrem nezbyvá než konstatovat, že Panav, a.s. je stabilizovaný podnik, který by se měl všemi dostupnými prostředky snažit o zvýšení výkonnosti pro jeho vlastníky, u níž došlo v posledních letech k částečnému oslabení. Nicméně jsem přesvědčen, že potenciál k tomu podnik rozhodně má a touto cestou bych mu chtěl popřát mnoho zdaru v cestě za nelehkým cílem.

## Seznam literatury

[1]	DLUHOŠOVÁ, D. <i>Finanční řízení a rozhodování podniku</i> . Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.
[2]	GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J. <i>Finanční analýza a plánování podniku</i> . Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0684-X.
[3]	KISLINGEROVÁ, E. a kol. <i>Manažerské finance</i> . Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
[4]	KISLINGEROVÁ, E.; HNILICA, J. <i>Finanční analýza: krok za krokem</i> . Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.
[5]	KOLÁŘ, P.; MRKVIČKA, J. <i>Finanční analýza</i> . Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-7357-219-2.
[6]	KONEČNÝ, M. <i>Finanční analýza a plánování</i> . Brno, 2006. ISBN 80-7355-061-X.
[7]	KOVANICOVÁ, D. <i>Abeceda účetních znalostí pro každého</i> . Praha: Polygon, 1998. ISBN 80-85967-55-3.
[8]	KOVANICOVÁ, D. a kol. <i>Finanční účetnictví – světový koncept</i> , 3. aktual. vyd, Praha: Polygon, 2002. ISBN 80-7273-062-2.
[9]	KRAFTOVÁ, I. <i>Finanční analýza municipální firmy</i> . Praha: C. H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-778-2.
[10]	PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. <i>Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera</i> . 1. vydání. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-86131-63-7.
[11]	RUČKOVÁ, P. <i>Finanční analýza; metody, ukazatele, využití v praxi</i> . Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-138-1.
[12]	SEDLÁČEK, J. <i>Účetní data v rukou manažera</i> . 1. vydání. Brno: Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-140-1.
[13]	SYNEK, M. <i>Ekonomická analýza</i> . 1. dotisk 1. vyd. Praha: VŠE, 2004. ISBN 80-245-0603-3.
[14]	SYNEK, M. a kol. <i>Podniková ekonomika</i> . Praha: C.H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-736-7.
[15]	VALACH, J. a kol. <i>Finanční řízení podniku</i> . 2. vydání. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-21-1.

### **Elektronické dokumenty**

[16]	<i>Finanční analýzy průmyslu a stavebnictví.</i> [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: < <a href="http://www.mpo.cz">http://www.mpo.cz</a> >.
[17]	<i>Profil firmy Panav, a.s.</i> [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: < <a href="http://www.panav.cz">http://www.panav.cz</a> >.
[18]	<i>Úplný výpis z obchodního rejstříku.</i> [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: < <a href="http://www.justice.cz">http://www.justice.cz</a> >.

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1– Algoritmus Kralickova Quicktestu (1990).....	38
Tabulka č. 2 - Horizontální analýza zkrácených rozvah aktiv .....	41
Tabulka č. 3 - Horizontální analýza zkrácených rozvah pasiv .....	43
Tabulka č. 4 - Horizontální analýza zkrácených výkazů zisku a ztrát.....	44
Tabulka č. 5 - Vývoj tržeb (mimo tržeb z prodeje CP).....	45
Tabulka č. 6 - Vertikální analýza zkrácených rozvah aktiv .....	46
Tabulka č. 7 - Vertikální analýza zkrácených rozvah pasiv.....	48
Tabulka č. 8 - Vertikální analýza zkrácených výkazů zisku a ztrát.....	50
Tabulka č. 9 - Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč).....	51
Tabulka č. 10 – Ukazatele likvidity .....	53
Tabulka č. 11 – Ukazatele aktivity .....	54
Tabulka č. 12 – Ukazatele zadluženosti.....	55
Tabulka č. 13 – Ukazatele rentability .....	56
Tabulka č. 14 – Ukazatele kapitálového trhu .....	58
Tabulka č. 15 – Zlaté pravidlo financování (v tis. Kč) .....	59
Tabulka č. 16 – Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč).....	59
Tabulka č. 17 – Pari pravidlo (v tis. Kč) .....	60
Tabulka č. 18 – Poměrové pravidlo (v tis. Kč).....	60
Tabulka č. 19 – Du Pontův rozklad rentability vlastního kapitálu .....	61
Tabulka č. 20 – Vliv rentability tržeb na rentabilitu vlastního kapitálu .....	61
Tabulka č. 21 – Analýza finanční páky.....	62
Tabulka č. 22 – Rozbor ekonomické přidané hodnoty EVA .....	62
Tabulka č. 23 – Porovnání s výsledky v oboru .....	63
Tabulka č. 24 – Altmanův model $Z_0$ .....	65
Tabulka č. 25 – Index IN 95.....	65
Tabulka č. 26 – Index IN 99.....	66
Tabulka č. 27 – Index IN 01.....	66
Tabulka č. 28 – Tafflerův model .....	67
Tabulka č. 29 – Kralickův Quick test .....	67
Tabulka č. 30 – Shrnutí výsledků komplexních metod.....	71
Tabulka č. 31 – Vyhodnocení úspěšnosti jednotlivých let v období 2002-2007.....	72

## Seznam obrázků

Obrázek č. 1 – Vývoj bilanční sumy (v tis. Kč) .....	42
Obrázek č. 2 - Vývoj HV (v %).....	44
Obrázek č. 3 - Vývoj tržeb (mimo tržeb z prodeje CP) (v %).....	46
Obrázek č. 4 - Vývoj struktury aktiv (v %).....	47
Obrázek č. 5 - Vývoj struktury oběžných aktiv (v %).....	47
Obrázek č. 6 - Vývoj struktury pasiv (v %) .....	49
Obrázek č. 7 - Vývoj struktury cizích zdrojů (v %).....	49
Obrázek č. 8 - Vývoj přidané hodnoty a výkonové spotřeby (v %) .....	51
Obrázek č. 9 – Vývoj čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč) .....	52
Obrázek č. 10 – Vývoj struktury zásob (v tis. Kč) .....	52
Obrázek č. 11 – Vývoj ukazatelů likvidity (v tis. Kč) .....	53
Obrázek č. 12 – Vývoj ukazatelů rentability (v tis. Kč) .....	57

## Seznam zkratk

BV	Book value - účetní hodnota akcie
CF	Cash flow - výkaz peněžních toků
ČPK	Čistý pracovní kapitál
EAT	Earnings after tax - čistý zisk
EBIT	Earnings before interests and taxes - zisk před úroky a zdaněním
EPS	Earning per share - čistý zisk na akcii
EVA	Economic value added - ekonomická přidaná hodnota
HV	Hospodářský výsledek
ROA	Return on assets - rentabilita aktiv
ROC	Return on costs - rentabilita nákladů
ROCE	Return on capital employed - rentabilita dlouhodob. investovaného kapitálu
ROE	Return on equity - rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return on sales - rentabilita tržeb

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1 – Rozvaha Panav, a.s. v plném rozsahu (tis.Kč) – AKTIVA

Příloha č. 2 – Rozvaha Panav, a.s. v plném rozsahu (tis.Kč) – PASIVA

Příloha č. 2 – Rozvaha Panav, a.s. v plném rozsahu (tis.Kč) - PASIVA

Příloha č. 4 – Rozvaha Panav, a.s. – CASH FLOW

Příloha č. 5 - Použitý model Ministerstva průmyslu a obchodu pro výpočet ukazatele EVA

Příloha č. 6 – Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA pro rok 2006





## Rozvaha Panav, a.s. v plném rozsahu (tis.Kč) - AKTIVA

Aktiva k 31.12. (tis.Kč)		2002	2003	2004	2005	2006	2007
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>265670</b>	<b>285914</b>	<b>334432</b>	<b>337655</b>	<b>381479</b>	<b>488121</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>66053</b>	<b>93746</b>	<b>105041</b>	<b>109045</b>	<b>137442</b>	<b>156064</b>
B.I.	Dlouhodob.nehmotn.majetek	270	3797	3002	4122	4070	2955
1.	Software	270	3797	3002	4021	3969	2854
2.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0
3.	Nedokončený dlouhodob.nehm.maj	0	0	0	0	0	0
4.	Poskyt.zálohy na dlouhod.nehmotný maj.	0	0	0	101	101	101
B.II.	Dlouhodob.hmotn.majetek	65783	89949	102039	104932	133372	153012
1.	Pozemky	3417	3202	3202	5182	5182	5090
2.	Stavby	31968	34031	55193	53218	55328	97585
3.	Samostatné movité věci a soub.mov.věcí	27174	36008	35795	46124	43784	37892
4.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	39	49	56	72	81	86
5.	Nedokončený dlouhodob.hmotný maj.	521	15646	574	243	642	2147
6.	Poskyt.zálohy na dlouhod.hmotný maj.	2664	1013	7219	84	28355	10212
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	97
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>197884</b>	<b>189424</b>	<b>226984</b>	<b>225526</b>	<b>240662</b>	<b>330234</b>
C.I.	Zásoby	80169	78317	91100	102622	109821	179418
1.	Materiál	37340	33812	53311	40223	47695	78400
2.	Nedokončená výroba a polotovary	10003	23430	15275	22565	31504	37396
3.	Výrobky	32176	20625	21614	39404	30112	63072
4.	Zboží	650	450	900	430	510	550
C.II.	Dlouh.pohledávky	0	0	0	0	574	800
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0
3.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
4.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	574	800
C.III.	Krátkod.pohledávky	58467	73480	95828	113807	99731	147169
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	56408	65320	91087	102009	88543	128856
2.	Stát-daňové pohledávky	0	2569	14	3679	2734	3026
3.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1611	1799	1376	1850	3066	1986
4.	Dohadné účty aktivní	0	439	267	1150	318	2705
5.	Jiné pohledávky	448	3353	3084	5119	5070	10614
C.IV.	Krátkod.fin.majetek	59248	37627	40056	9097	30536	2847
1.	Peníze	151	183	110	276	300	78
2.	Účty v bankách	29617	17444	26241	8821	30236	2769
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	29480		13705	0	0	0
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>1733</b>	<b>2744</b>	<b>2407</b>	<b>3084</b>	<b>3393</b>	<b>1823</b>
1.	Náklady příštích období	1462	2637	1952	2496	1667	1189
2.	Příjmy příštích období	271	107	455	588	1726	634

Zdroj: Úplný výpis z obchodního rejstříku. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz>>.

## Rozvaha Panav, a.s. v plném rozsahu (tis.Kč) - PASIVA

Pasiva k 31.12. (tis.Kč)		2002	2003	2004	2005	2006	2007
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>265670</b>	<b>285914</b>	<b>334432</b>	<b>337655</b>	<b>381497</b>	<b>488121</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>167140</b>	<b>177674</b>	<b>193457</b>	<b>199963</b>	<b>203376</b>	<b>204961</b>
A.I.	Základní kapitál	122311	122311	122311	122311	122311	122311
1.	Základní kapitál	122311	122311	122311	122311	122311	122311
A.II.	Kapitálové fondy	0	16	16	16	16	16
1.	Ostatní kapitálové fondy	0	16	16	16	16	16
A.III.	Rezervní fondy, neděl. fond a ost. fon. ze zisku	15733	16365	17012	17816	18132	18291
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	15704	16416	16948	17739	18068	18248
2.	Statutární a ostatní fondy	29	-51	64	77	64	43
A.IV.	Výsl.hosp.minulých let	14857	28335	38299	53228	59330	62539
1.	Nerozdělený zisk minulých let	14857	28335	38299	53228	59330	62539
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
A.V.	Výsl.hospodaření běž.účet.období (+/-)	14299	10647	15819	6592	3587	1804
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>96935</b>	<b>107007</b>	<b>139152</b>	<b>136295</b>	<b>177061</b>	<b>281618</b>
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0
1.	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	374	434	594	376	0	0
1.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
2.	Jiné závazky		0	0	0	0	0
3.	Odložený daňový závazek	374	434	594	376	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	94723	97552	123987	124656	139709	187347
1.	Závazky z obchodních vztahů	43175	48126	61629	67214	65906	113131
2.	Závazky k zaměstnancům	499	424	626	156	98	130
3.	Závazky ze soc.zabepz.a zdravot.pojištění	2328	2477	2941	2802	2976	3336
4.	Stát-daňové závazky a dotace	3589	700	7032	821	1965	903
5.	Krátkodobé přijaté zálohy	6903	6709	6780	491	4535	3484
6.	Dohadné účty pasivní	210	68	2115	0	42	584
7.	Jiné závazky	38019	39048	42864	53172	64187	65779
B.IV.	Bank.úvěry a výpomoci	1838	9021	14571	11263	37352	94271
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	7200	12116	9064	37202	29200
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	64921
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	1838	1821	2455	2199	150	150
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>1595</b>	<b>1233</b>	<b>1823</b>	<b>1397</b>	<b>1060</b>	<b>1542</b>
1.	Výdaje příštích období	1495	1233	1823	1397	1060	1542
2.	Výnosy příštích období	100	0	0	0	0	0

Zdroj: Úplný výpis z obchodního rejstříku. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz>>.

## Rozvaha Panav, a.s. – VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Výkaz zisku a ztráty k 31.12. (tis.Kč)		2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>I.</b>	<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>5857</b>	<b>4750</b>	<b>3915</b>	<b>3690</b>	<b>6152</b>	<b>4308</b>
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	5158	4466	3731	3428	5937	4021
+	Obchodní marže	699	284	184	262	215	287
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>514194</b>	<b>517920</b>	<b>769954</b>	<b>727023</b>	<b>702241</b>	<b>919743</b>
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	516550	504737	764656	688453	692407	874973
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-14818	2014	-7107	25091	-352	38851
3.	Aktivace	12462	11169	12405	13479	10186	5919
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>395025</b>	<b>395242</b>	<b>612621</b>	<b>589299</b>	<b>566280</b>	<b>771892</b>
1.	Spotřeba materiálu a energie	359425	359918	558083	534785	506057	691828
2.	Služby	35600	35624	54538	54514	60223	80064
+	Přidaná hodnota	119868	122925	157517	137986	136176	148138
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>86793</b>	<b>92085</b>	<b>107487</b>	<b>109939</b>	<b>108505</b>	<b>118735</b>
1.	Mzdové náklady	63056	66853	78002	79760	78507	86023
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	96	96	84	69	79	66
3.	Náklady na sociální zabezp. a zdrav. poj.	22043	23441	27354	27989	27545	30126
4.	Sociální náklady	1598	1725	2047	2121	2374	2520
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>1682</b>	<b>1905</b>	<b>2180</b>	<b>1905</b>	<b>2117</b>	<b>2295</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dl. nehmot. a hmot. majetku</b>	<b>9965</b>	<b>12033</b>	<b>17579</b>	<b>19926</b>	<b>21834</b>	<b>27650</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu</b>	<b>19721</b>	<b>14941</b>	<b>26175</b>	<b>35222</b>	<b>20681</b>	<b>23397</b>
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3550	1964	6847	13149	4679	4877
2.	Tržby z prodeje materiálu	16171	12977	19328	22073	16002	18520
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prod.dl.majetku a mat.</b>	<b>18745</b>	<b>13981</b>	<b>24259</b>	<b>28505</b>	<b>20083</b>	<b>18955</b>
1.	Zůstatková cena prodaného dl.majetku	3370	956	5726	7423	4441	3120
2.	Prodaný materiál	15375	13025	18533	21082	15642	15835
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a oprav. položek....</b>	<b>-64</b>	<b>354</b>	<b>895</b>	<b>62</b>	<b>-2</b>	<b>-267</b>
<b>VI.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>3984</b>	<b>8469</b>	<b>3620</b>	<b>6413</b>	<b>8544</b>	<b>10301</b>
<b>L.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>1798</b>	<b>6249</b>	<b>2144</b>	<b>802</b>	<b>755</b>	<b>2220</b>
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>24653</b>	<b>19855</b>	<b>32768</b>	<b>18482</b>	<b>12109</b>	<b>12248</b>
<b>VIII.</b>	<b>Tržby z prodeje cenných papírů</b>	<b>718</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>K.</b>	<b>Prodané cenné papíry a podíly</b>	<b>547</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	<b>307</b>	<b>231</b>	<b>105</b>	<b>45</b>	<b>189</b>	<b>0</b>
<b>L.</b>	<b>Náklady z finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>0</b>
<b>M.</b>	<b>Změna stavu rez. a oprav.pol. ve fin.obl.</b>	<b>-655</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>XIV.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>499</b>	<b>472</b>	<b>574</b>	<b>542</b>	<b>1482</b>	<b>1184</b>
<b>P.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>3236</b>	<b>2938</b>	<b>4163</b>	<b>4543</b>	<b>5513</b>	<b>7832</b>
<b>XV.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>7507</b>	<b>3605</b>	<b>4887</b>	<b>4290</b>	<b>5187</b>	<b>10420</b>
<b>Q.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>10862</b>	<b>6602</b>	<b>12554</b>	<b>10093</b>	<b>9901</b>	<b>13063</b>
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-4958</b>	<b>-5232</b>	<b>-11151</b>	<b>-9759</b>	<b>-8585</b>	<b>-9291</b>
<b>S.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>5764</b>	<b>4424</b>	<b>5798</b>	<b>2131</b>	<b>400</b>	<b>1059</b>
1.	splatná	5864	4365	5637	2350	1349	1285
2.	odložená	-100	59	161	-219	-949	-226
**	<b>Výsledek hosp. za běžnou činnost</b>	<b>13931</b>	<b>10199</b>	<b>15819</b>	<b>6592</b>	<b>3124</b>	<b>1898</b>
<b>XVI.</b>	<b>Mimořádné výnosy</b>	<b>809</b>	<b>650</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>609</b>	<b>0</b>
<b>T.</b>	<b>Mimořádné náklady</b>	<b>363</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>94</b>
<b>U.</b>	<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	<b>138</b>	<b>202</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>146</b>	<b>0</b>
1.	splatná	138	202	0	0	146	0
2.	odložená	0	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>306</b>	<b>448</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>463</b>	<b>-94</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>14239</b>	<b>10647</b>	<b>15819</b>	<b>6592</b>	<b>3587</b>	<b>1804</b>
	<b>Výsledek hosp. před zdaněním (+/-)</b>	<b>20141</b>	<b>15273</b>	<b>21617</b>	<b>8723</b>	<b>4133</b>	<b>2863</b>

Zdroj: Úplný výpis z obchodního rejstříku. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz>>.

## Rozvaha Panav, a.s. – CASH FLOW

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Počáteční stav peněžních prostředků</b>	<b>29432</b>	<b>59248</b>	<b>37627</b>	<b>40056</b>	<b>9097</b>	<b>30563</b>
<b>Zisk (ztráta) po zdanění</b>	<b>14239</b>	<b>10647</b>	<b>15819</b>	<b>6592</b>	<b>3587</b>	<b>1804</b>
Odpisy dlouh.nehm.a hmotn.majetku	9966	12033	17579	19926	21834	27650
Změna stavu rezerv z nákladů	-282	0	0	0	0	0
Změna stavu zásob	10730	1852	-12783	-11522	-7199	-69597
Změna stavu pohledávek	20670	-15013	-22348	-17979	13502	-47664
Změna stavu čas.rozlišení	380	-1011	337	-677	-309	1570
Změna stavu závazků z obchod.vztahů	2904	4951	13503	5585	-1308	47225
Změna stavu ostatních závazků	-6749	-2484	13522	-5342	16024	895
<b>Peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>51858</b>	<b>10975</b>	<b>25629</b>	<b>-3417</b>	<b>46131</b>	<b>-38117</b>
Pořízení dlouhodob. hmotn. majetku	-17118	-36684	-36807	-27015	-54163	-49442
Zisk (ztráta) z prodeje DHM	181	999	1121	5726	238	1758
Ostatní zúčtovací vztahy v oblasti DHM	3043	-514	6017	-1521	3642	394
Nákup a prodej finan.dlouhodob. majetku	0	0	0	0	0	-97
Nákup a prodej dl. nehmotn. majetku	135	-3527	795	-1120	52	1115
<b>Peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-13759</b>	<b>-39726</b>	<b>-28874</b>	<b>-23930</b>	<b>-50231</b>	<b>-46272</b>
Změna stavu dlouhodobých závazků	-3270	60	160	-218	-376	0
HV z minulého období (vyrovnání)	-1726	-761	-683	-890	-490	-378
Poskyt.(+), splátka(-) střed.a dlouh.úvěrů	0	7200	4916	-3052	28138	-8002
Poskyt.(+), splátka(-) krátkodobých úvěrů	-6000	0	0	0	0	64921
Změna stavu krátkodob. fin. výpomocí	1588	-17	634	-256	-2049	0
Změna stavu základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
Změna stavu kapit. fondů a fondů ze zisku	1125	648	647	804	316	159
<b>Peněžní tok z finanční oblasti</b>	<b>-8283</b>	<b>7130</b>	<b>5674</b>	<b>-3612</b>	<b>25539</b>	<b>56700</b>
<b>Souhrnný peněžní tok</b>	<b>29816</b>	<b>-21621</b>	<b>2429</b>	<b>-30959</b>	<b>21439</b>	<b>-27689</b>
<b>Konečný stav peněžních prostředků</b>	<b>59248</b>	<b>37627</b>	<b>40056</b>	<b>9097</b>	<b>30536</b>	<b>2847</b>

Zdroj: Úplný výpis z obchodního rejstříku. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.justice.cz>>.

**Použitý model Ministerstva průmyslu a obchodu pro výpočet ukazatele EVA<sup>52</sup>**

MPO ČR používá pro hodnocení odvětví pyramidovou ukazatelovou soustavu INFA Inky a Ivana Neumaierových a to její část: pyramidový rozklad ročního ukazatele EVA. Tento pyramidový rozklad je spojením finančního controllingu a controllingu rizik. Pro controlling rizik je použit upravený ratingový model, který byl pro účely MPO CR nejvhodnější. Ratingové agentury hodnotí sice především věřitelské riziko, ale mnohé z jejich přístupu lze aplikovat i na hodnocení rizika majitele. Principy přístupu ratingových agentur jsou inspirativní. Konkrétní postup ratingových agentur je jejich know how, ale díky existenci matematicko statistických studií lze na základe veřejně dostupných dat o uděleném ratingu a finančních dat podniku sestavit funkci, která by vedla ke stejným výsledkům jako postup ratingové agentury. Existují další alternativní metody odhadu rizika<sup>53</sup>.

Výše rizika reprezentuje alternativní náklad vlastního kapitálu ( $r_e$ ). Je to výnosnost (zhodnocení) vlastního kapitálu, kterou by bylo možné docílit v případě investice do alternativní (rozuměno stejně rizikové) investiční příležitosti.

Studiem několika desítek matematicko statistických modelů ratingu byly vytipovány důležité fundamentální charakteristiky ovlivňující riziko a sestavena ratingová funkce. Byla tak získána představa o vzájemném poměru rizikových přírážek a o tom, na které finanční (i nefinanční) ukazatele jsou přírážky navázány. Problémem zůstávalo „usazení“ funkce, tak aby odpovídala realitě. Minimální riziko bylo dáno výnosem státních pokladničních poukázek, popřípadě výnosem desetiletých státních dluhopisů. Maximální hodnota rizika byla určena na základě expertních odhadů pracovníků z fondu rizikového kapitálu (okolo 40 % nad pokladniční poukázky). Takto nastavená funkce rizika byla podrobena testování. Pro testování byly použita data z agentury Bloomberg. Výsledkem je funkce hodnotící riziko pro středně rizikové podniky ve shodě se skutečností u testovaného vzorku podniku. Příznivěji jsou hodnoceny málo rizikové podniky a přísněji vysoce rizikové podniky.

Ratingový model má tento tvar:

---

<sup>52</sup> *Finanční analýzy průmyslu a stavebnictví*. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.mpo.cz>>.

<sup>53</sup> Pomocí modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Zde je koeficient Beta (charakterizující riziko) odvozen z minulého vývoje cen veřejně obchodovaných podniků. Pro odhad beta veřejně neobchodovaných podniků se používají úpravy modelu CAPM pomocí expertních úprav konstant. To z tohoto modelu dělá expertní odhad – nejedná se již o aplikaci modelu CAPM. Je možno použít také odhad rizika pomocí vybraných poměrů tržní ceny a fundamentálního ukazatele (např. tržní cena akcie/tržby na akcii). Poměry tržní ceny k hodnotám různých fundamentálních ukazatelů však často vedou k různým výsledkům hodnocení rizika.

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+O} * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}$$

kde	$r_e$	= alternativní náklad na vlastní kapitál
	WACC	= vážený náklad na kapitál (viz dále)
	UZ	= úplatné zdroje (VK + BU + O), tj. kapitál, za který je nutno platit
	A	= aktiva celkem
	VK	= vlastní kapitál
	BU	= bankovní úvěry
	O	= dluhopisy
	$\frac{U}{BU+O}$	= úroková míra
	d	= daňová sazba

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab}$$

kde	$r_f$	= bezriziková sazba
	$r_{LA}$	= funkce (ukazatelů charakterizujících velikost podniku)
	$r_{podnikatelské}$	= funkce (ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly)
	$r_{FinStab}$	= funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy).

WACC je stanoven jako by podnik měl úplatné zdroje = vlastní kapitál. Dále je předpokládána nezávislost WACC na kapitálové struktuře.

Při sestavení „nejjednoduššího“ modelu stanovení  $r_e$ , byly použity následující ukazatele:

bezriziková sazba pro rok 2002 -  $r_f = 5,10 \%$

bezriziková sazba pro rok 2003 -  $r_f = 4,12 \%$

bezriziková sazba pro rok 2004 -  $r_f = 4,80 \%$

bezriziková sazba pro rok 2005 -  $r_f = 3,53 \%$

bezriziková sazba pro rok 2006 -  $r_f = 3,77 \%$

bezriziková sazba pro rok 2007 -  $r_f = 4,24 \%$

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku – úplatné zdroje**

je-li  $UZ > 3$  mld. Kč -  $r_{LA} = 0.00\%$  (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)

je-li  $UZ < 100$  mil. Kč -  $r_{LA} = 5.00\%$

je-li  $UZ > 100$  mil. Kč ale  $< 3$  mld. Kč použije se propočít takto:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$$

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly – EBIT / aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní:**

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$$

položíme  $XP = \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$

pokud  $\frac{EBIT}{A} \geq XP \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 0,00\%$

pokud  $\frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 10,00\%$

pokud  $0\% \frac{EBIT}{A} < XP \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = \frac{(XP - \frac{EBIT}{A})^2}{10 * XP^2}$

kde  $XP$  = pomocná proměnná pro výpočet podnikatelského rizika.

**Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasívy - likvidita L3:**

Je-li celková likvidita  $> XL \Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 0,00\%$

Je-li celková likvidita  $< 1 \Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 10,00\%$

Je-li celková likvidita firmy  $> 1$ , ale  $< XL$  propočte se  $r_{FS}$  takto :

$$r_{\text{FinStab}} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 * (XL - 1)^2}$$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice  $XL = 1,25$ , pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak  $XL =$  průměr průmyslu. Z tohoto důvodu je možný

zdánlivý „nelogický“ vliv změny likvidity na změnu EVA. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.

Podrobný postup odhadu  $r_e$  na základě výše uvedeného modelu není možno brát (stejně jako u ratingových agentur) jako pevný algoritmus, ale jako princip přístupu, v rámci kterého je třeba zohlednit odlišnosti hodnocených podniků.

Alternativní náklad na kapitál ( $r_e$  za odvětví je propočten podnikově, tak, že alternativní náklad na kapitál ( $r_e$ ) jednotlivých podniků je vážen jejich vlastním kapitálem (získal se tzv. „požadovaný zisk“) a tyto „zisky“ byly sečteny za odvětví a vyděleny agregovaným vlastním kapitálem za odvětví. Jde o přesnější propočet za odvětví (výnosnost odpovídající riziku).



## Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA pro rok 2006

$$EVA = (ROE - r_e) * VK$$

kde  $ROE$  rentabilita vlastního kapitálu  
 $r_e$  alternativní náklad vlastního kapitálu  
 $VK$  vlastní kapitál

$$ROE = \text{Čistý zisk} / \text{Vlastní kapitál} = 3587000 / 203376000 = 1,76\%$$

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+O} * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}$$

kde  $WACC = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{FinStab}}$

kde  $r_f$  = bezriziková sazba (pro rok 2006 je  $r_f = 3,77\%$ )<sup>54</sup>

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2 = (3 - 0,240728)^2 / 168,2 = 0,0453$$

$$r_{\text{podnikatelské}} = \frac{(XP - \frac{EBIT}{A})^2}{10 * XP^2}$$

$$\text{kde } XP = \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$$

$$XP = \frac{(203376000 + 37352000)}{381479} * \frac{5513000}{37352000} = 0,0931$$

$$r_{\text{podnikatelské}} = \frac{(0,093139 - \frac{9646000}{381479000})^2}{10 * 0,093139^2} = 0,0531$$

$$r_{\text{FinStab}} = 0 \text{ (jelikož celková likvidita} > \text{XL neboli } 1,72 > 1,33)$$

$$WACC = 0,0377 + 0,0453 + 0,0531 = 0,1360$$

<sup>54</sup> Finanční analýzy průmyslu a stavebnictví. [online]. [cit. 2008-03-15] Dostupný na WWW: <<http://www.mpo.cz>>.

$$r_e = \frac{0,1360 * \frac{240728000}{381479000} - (1 - 0,24) * \frac{5513000}{37352000} * \left( \frac{240728000 - 203376000}{381479000} \right)}{\frac{203376000}{381479000}} = 0,1404$$

$$\text{EVA} = (0,0176 - 0,1404) * 203376000 = \underline{\underline{- 24\,971\,400 \text{ Kč}}}$$