

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Mezipodnikové srovnání s využitím finančních ukazatelů

Bc. Jitka Kutačová

**Diplomová práce
2018**

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2017/2018

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jitka Kutačová**
Osobní číslo: **E16548**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**
Název tématu: **Mezipodnikové srovnání s využitím finančních ukazatelů**
Zadávací katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

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

Cílem práce je porovnat ekonomickou situaci vybraných podniků pomocí finančních ukazatelů a na základě zjištěných poznatků formulovat doporučení pro konkrétní podnik.

Osnova:

- Význam finanční analýzy a jejího mezipodnikového srovnání pro management.
- Metody a nástroje finanční analýzy, ukazatele absolutní a relativní, analýza trendů, predikční modely.
- Finanční analýza na základě vybraných ukazatelů ve zvolených společnostech.
- Komparace vybraných ukazatelů finančních analýz.
- Shrnutí poznatků a závěrů vyplývajících ze získaných informací a formulace doporučení pro firmu Hrochostroj a.s.

Rozsah grafických prací:


Rozsah pracovní zprávy: **cca 50 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

- HIGGINS, R. C. Analysis for financial management. Eleventh edition. New York: NY McGraw-Hill Education, 2016. 450 s. ISBN 9780077861780.**
KALOUDA, F. Finanční analýza a řízení podniku. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2015. 288 s. ISBN 978-80-7380-526-5.
KUBÍČKOVÁ, D., JINDŘICHOVSKÁ, I. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. Praha: C.H. Beck, 2015. 368 s. ISBN 978-80-7400-538-1.
RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2.

Vedoucí diplomové práce:


doc. Ing. et Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: **1. září 2017**

Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2018**

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji:

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

Byla jsem seznámena 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.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 9/2012, bude práce zveřejněna v Univerzitní knihovně a prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 5. 12. 2018

Bc. Jitka Kutačová

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych ráda poděkovala své vedoucí práce doc. Ing. et Ing. Renátě Myškové, Ph.D. za její odbornou pomoc a cenné rady, které mi pomohly při zpracování diplomové práce. Dále děkuji řediteli společnosti Hrochostroj a.s. Ing. Martinovi Varechovi MBA za námět a poskytnuté konzultace a doporučení.

ANOTACE

Cílem práce je porovnat ekonomickou situaci vybraných podniků pomocí finančních ukazatelů a na základě zjištěných poznatků formulovat doporučení pro konkrétní podnik.

KLÍČOVÁ SLOVA

finanční analýza, finanční ukazatele, mezipodnikové srovnání, charakteristika odvětví, management

TITLE

Intercompany comparison using financial indicators.

ANNOTATION

The aim of the thesis is to compare the economic situation of selected companies using selected financial indicators and based on the findings to formulate recommendations for the specific company.

KEYWORDS

financial analysis, financial indicators, intercompany comparison, industry characteristics, management

OBSAH

ÚVOD	12
1 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO SOUČÁST FINANČNÍHO ŘÍZENÍ	14
1.1 FINANČNÍ ŘÍZENÍ Z POHLEDU MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁNÍ	14
1.2 POSOUZENÍ ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ, KAPITÁLOVÉ A MAJETKOVÉ STRUKTURY PODNIKU ...	15
1.3 BILANČNÍ PRAVIDLA A EKONOMICKÝ NORMÁL	16
1.4 ZDROJE INFORMACÍ PRO FINANČNÍ ANALÝZU	17
1.5 SLABÉ STRÁNKY FINANČNÍ ANALÝZY	18
2 FINANČNÍ ANALÝZA	20
2.1 ZÁKLADNÍ PŘÍSTUPY K FINANČNÍ ANALÝZE	20
2.2 METODY FINANČNÍ ANALÝZY	21
2.2.1 <i>Absolutní ukazatele</i>	22
2.2.2 <i>Rozdílové ukazatele</i>	22
2.2.3 <i>Poměrové ukazatele</i>	24
2.2.4 <i>Soustavy ukazatelů</i>	26
2.2.5 <i>Predikční modely – Index IN05 a Kralickův Q-test</i>	27
3 CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ A MOŽNOSTI MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁNÍ	30
3.1 CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ	30
3.2 INTERPRETACE VÝSLEDNÝCH HODNOT.....	32
3.3 METODY MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁNÍ.....	33
4 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKŮ NA ZÁKLADĚ VYBRANÝCH UKAZATELŮ ..	35
4.1 POSOUZENÍ ODVĚTVÍ NA ZÁKLADĚ FINANČNÍCH UKAZATELŮ	36
4.2 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI HROCHOSTROJ A.S.....	38
4.3 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI HROCHOSTROJ A.S.	38
4.4 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI GJW PRAHA, SPOL. S R. O.....	43
4.5 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI GJW PRAHA, SPOL. S R. O.....	43
4.6 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI STRABAG RAIL A.S.....	47
4.7 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI STRABAG RAIL A.S.	47
5 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ VYBRANÝCH UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY	51

5.1 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ ZA ROK 2015	52
5.2 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ ZA ROK 2016	54
5.3 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ ZA ROK 2017	56
ZÁVĚR	58
POUŽITÁ LITERATURA.....	60

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Bodová stupnice Kralickova Q-testu.....	29
Tabulka 2: Odvětvové průměry vybraných finančních ukazatelů za období 2014 - 2016.....	37
Tabulka 3: Analýza úrovní zisku společnosti Hrochostroj a.s.	38
Tabulka 4: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti Hrochostroj a.s.....	39
Tabulka 5: Poměrové ukazatele rentability společnosti Hrochostroj a.s.	39
Tabulka 6: Poměrové ukazatele likvidity společnosti Hrochostroj a.s.....	40
Tabulka 7: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti Hrochostroj a.s.....	41
Tabulka 8: Bankrotní model – Index IN05, společnost Hrochostroj a.s.	41
Tabulka 9: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost Hrochostroj, a.s.....	42
Tabulka 10: Analýza úrovní zisku společnosti GJW Praha, spol. s r. o.....	43
Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti GJW Praha, spol. s r. o.	44
Tabulka 12: Poměrové ukazatele rentability společnosti GJW Praha, spol. s r. o.	44
Tabulka 13: Poměrové ukazatele likvidity společnosti GJW Praha, spol. s r. o.	44
Tabulka 14: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti GJW Praha, spol. s r. o.	45
Tabulka 15: Bankrotní model – Index IN05, společnost GJW Praha, spol. s r.o.....	45
Tabulka 16: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost GJW Praha, spol. s r. o.	46
Tabulka 17: Analýza úrovní zisku společnosti STRABAG Rail a.s.....	47
Tabulka 18: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti STRABAG Rail a.s.	48
Tabulka 19: Poměrové ukazatele rentability společnosti STRABAG Rail a.s.	48
Tabulka 20: Poměrové ukazatele likvidity společnosti STRABAG Rail a.s.	48
Tabulka 21: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti STRABAG Rail a.s.	49
Tabulka 22: Bankrotní model – Index IN05, společnost STRABAG Rail a.s.....	49
Tabulka 23: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost STRABAG Rail a.s.....	50
Tabulka 24: Stupnice hodnocení Q-testu pro spider graf.....	51
Tabulka 25: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2015	53

Tabulka 26: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2016.....	55
Tabulka 27: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2017.....	57

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Metody finanční analýzy	21
Obrázek 2: Úrovně zisku	23
Obrázek 3: Nejčastěji využívané predikční modely.....	27
Obrázek 4: Podíl produkce a podíl hrubé přidané hodnoty stavebnictví na celkové ekonomice ČR	31
Obrázek 5: Vývoj stavební produkce (meziroční změna v %)......	31
Obrázek 6: Vícerozměrné metody mezipodnikového srovnání	34
Obrázek 7: Hodnota indexu IN05 společnosti Hrochostroj a.s.	42
Obrázek 8: Hodnota indexu IN05 společnosti GJW spol. s r.o.....	46
Obrázek 9: Hodnota indexu IN05 společnosti STRABAG Rail a.s.....	50
Obrázek 10: Spider analýza rok 2015	53
Obrázek 11: Spider analýza rok 2016	55
Obrázek 12: Spider analýza rok 2017	57

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

BIM	Building Information Modelling (Digitalizace projektové dokumentace)
BSC	Balanced scorecard (Systém vyvážených ukazatelů)
CF	Cash flow
CZ-NACE	Klasifikace ekonomický činností
ČPK	Čistý pracovní kapitál
EAT	Zisk po zdanění
EBDIT	Zisk před úroky, odpisy a zdaněním
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací
EBITDAR	Zisk před úroky, zdaněním, odpisy, amortizací a nájemným
EBT	Zisk před zdaněním
EFQM	European Foundation for Quality Management (Evropská nadace pro management kvality)
EU	Evropská unie
GPK	Geometrické parametry koleje
HV	Hospodářský výsledek
IFRS	Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
OPD	Operační program doprava
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SŽDC, s. o.	Správa železniční dopravní cesty, státní organizace

ÚVOD

Podnětem a hlavním motivem k výběru tématu této práce je zadání managementu společnosti Hrochostroj a.s. Společnost Hrochostroj a.s. vznikla jako součást českého stavebního holdingu enteria a.s.¹, jako servisní organizace doplňující portfolio společností holdingu zaměřených na výstavbu a údržbu železničních tratí.

Zadávací podmínky veřejných zakázek výstavby železniční infrastruktury se postupem času neustále zpřísnují a nutí společnosti pohybující se na trhu železničního stavitelství neustále zvyšovat své kvalifikační předpoklady a jedním z požadavků na splnění kvalifikačních podmínek je obvykle také prokázání disponování s konkrétním technickým zařízením pro provádění prací dle časového harmonogramu. Splnění tohoto kvalifikačního požadavku dodavatel prokazuje buď výpisem z majetkové evidence, pokud toto zařízení vlastní, nebo smlouvou o pronájmu, pokud si musí toto zařízení pronajmout.

Z toho vyplývá, že hlavním důvodem vzniku společnosti Hrochostroj a.s. bylo zajistit kvalitní technické zázemí pro holding a tím získat konkurenční výhodu pro holdingové společnosti působící na trhu železniční výstavby. Hrochostroj a.s. proto nemá za svůj prioritní cíl maximalizaci zisku, ale management mladé společnosti má však cíle další, a to rozvíjet lidský potenciál svých zaměstnanců, rozšiřovat portfolio svých služeb, efektivně využívat své zdroje, zhodnocovat svůj majetek a udržovat podnik v dobré finanční kondici a tím zabezpečit jeho dlouhodobé fungování. Z toho důvodu potřebuje management společnosti Hrochostroj a.s. získat pro své současné i budoucí finanční rozhodování informace o vlastní výkonnosti a finančním zdraví a porovnat je se společnostmi úspěšně působícími na stejném trhu. Portfolio společnosti Hrochostroj a.s. není na trhu železničního stavitelství typické, a proto je těžké najít společnost s naprosto shodným předmětem činnosti. Pro srovnání byly vybrány dvě společnosti mající ve svém portfoliu jak předmět činnosti společnosti Hrochostroj a.s., tak předmět činnosti společností holdingu enteria a.s., kterým Hrochostroj a.s. poskytuje servisní služby. Výsledky srovnání budou sloužit nejen managementu společnosti Hrochostroj a.s. pro jeho budoucí strategické plány, ale také holdingu enteria a.s. jako zpětná vazba o významu a přínosu dceřiné společnosti.

¹ Název společnosti zapsán v obchodním rejstříku s malým začátečním písmenem.

Cílem práce je porovnat ekonomickou situaci vybraných podniků pomocí finančních ukazatelů a na základě zjištěných poznatků formulovat doporučení pro konkrétní podnik. Finanční ukazatele pro podnikové srovnání v této práci jsou vybrány na základě specifik a charakteristik odvětví. Podniky působící na trhu železničního stavitelství se opírají o své vlastní výkony, typický je pro ně vyšší podíl vlastního kapitálu a vyšší podíl stálých aktiv. Finanční analýza porovnávaných společností se proto zaměřuje na analýzu úrovně zisku, rentabilitu, likviditu, čistý pracovní kapitál a produktivitu práce. Pro celkové zhodnocení finančního zdraví jsou použity predikční modely. Výsledné hodnoty pro celkovou komparaci jsou zpracovány grafickou metodou nazývanou spider analýza.

1 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO SOUČÁST FINANČNÍHO ŘÍZENÍ

Finanční analýza podává obraz o finanční situaci podniku. Její výsledky informují o období minulém, o ziskovosti, využití aktiv, likviditě, rentabilitě a dalších ukazatelích, které zobrazují finanční situaci podniku. Finanční analýza poskytuje zpětnou vazbu o naplnění cílů krátkodobých i dlouhodobých a přináší cenné informace pro budoucí směřování podniku. Finanční analýza je neoddelitelnou složkou finančního řízení a nositelem podkladů pro finanční rozhodování. O ostatních složkách finančního řízení a jeho základních funkcích bude podrobněji pojednáno v následujících kapitolách.

Výsledky finanční analýzy neslouží pouze manažerům podniku v procesu finančního rozhodování, ale také informují ostatní zainteresované skupiny (tzv. stakeholders), kteří mají s podnikem jakékoliv vazby. Mezi stakeholders dále patří vlastníci, zaměstnanci, dodavatelé, odběratelé, státní instituce, obchodní partneři, konkurenti a investoři. Preference druhu ukazatelů finanční analýzy je u zájmových skupin rozdílná. Vlastníky podniku zajímá návratnost vložených prostředků, tedy ziskovost kapitálu a dobrá pověst podniku, manažery zajímají dostatečné kompetence pro jejich rozhodování a výkonnost a finanční zdraví společnosti přinášející ohodnocení jejich práce a možnost dalšího rozvoje společnosti, zaměstnance zajímá především výše jejich mzdy a likvidita podniku zabezpečující jeho dlouhodobé fungování, investory zajímá finanční zdraví společnosti a postavení na trhu a konkurenti porovnávají své výsledky činnosti s úspěšnějšími podniky na trhu (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 17-19). Cílem této práce je porovnání výkonnosti a finančního zdraví vybraných firem zejména z pohledu managementu. K nezbytným dovednostem kvalifikovaného manažera jakékoliv společnosti patří schopnost na základě výstupů z účetních výkazů diagnostikovat problémy, navrhnout opatření a předvídat finanční důsledky svých rozhodnutí (Higgins, 2016, s. 17). Dále Higgins (2016, s. 17) přirovnává výkonného manažera k hráči míčových her, který také musí znát způsob počítání výsledků hry, jinak by byl jeho výkon hendikepován.

1.1 Finanční řízení z pohledu mezipodnikového srovnání

Dříve než se bude tato práce dále zabývat finanční analýzou, jejími metodami a nástroji, musí být blíže specifikovány termíny finanční řízení podniku a finanční rozhodování. Finanční řízení zahrnuje tyto základní funkce: získávání finančních zdrojů a kapitálu

z různých zdrojů (financování), alokace těchto zdrojů a kapitálu do různých aktiv za účelem jejich zhodnocení a řízení peněžních toků (investování), rozdělování zisku (dividendová politika) a evidence, archivace a následné zpracování dosažených výsledků finančního řízení (Kalouda, 2016, s. 16).

Finanční řízení je nejen řídicí činností, ale také velkým zdrojem informací, hodnocení a výsledků potřebných pro všechny ostatní podnikové procesy. Nejvýznamnější oblasti finančního řízení, jejichž výsledky přímo určují jeho účinnost, jsou: oblast zdrojů financování (finanční struktura, kapitálová struktura) a oblast hodnocení efektivnosti podnikatelských aktivit, u výroby – efektivnost investic, u výrobků – techniky kalkulace nákladů (Kalouda, 2016, s. 17). Úkolem manažera je optimalizovat kapitálovou strukturu podniku, to znamená nastavit zdroje financování tak, aby byla výsledná cena kapitálu, kterou v případě cizího kapitálu představují úroky a v případě vlastního kapitálu dividendy, co nejnižší. S ohledem na zájmy všech zainteresovaných skupin není primárním cílem finančního řízení a tím snahou dobrého manažera pouze realizace zisku podniku, ale také udržení podniku v dobré kondici, neboli efektivní přeměna výrobních faktorů -vstupů na určitý objem produkce – výstupy (Váchala a Vochozka, 2013, s. 179 - 180).

Mezipodnikové srovnání přináší informace o postavení podniku vůči jeho okolí, informace o jeho postavení vzhledem k odvětví, vzhledem k jeho největším konkurentům. Závěry takového srovnání přináší důležité informace pro finanční řízení a mohou odpovídat také na otázky týkající se finanční a kapitálové struktury nebo efektivnosti investic.

1.2 Posouzení zdrojů financování, kapitálové a majetkové struktury podniku

Zdroji financování se rozumí finanční kapitál podniku získaný vkladem vlastníků (zdroje vlastní) nebo věřitelů (zdroje cizí). Do skupiny vlastních zdrojů patří vklady vlastníků a akcie a kapitálové fondy, fondy ze zisku, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. K samofinancování (financování z vlastních interních zdrojů) podnik využívá odpisy, nerozdělený zisk, zdroje získané prodejem majetku nebo akcií. Cizí zdroje získává podnik od jiných ekonomických subjektů, tyto zdroje představují dluh, závazek podniku, který musí v určité době splatit. Podle lhůty splatnosti se cizí kapitál dělí na krátkodobý a dlouhodobý (Kalouda, 2016, s. 21 - 24). Cizí zdroje zahrnují úvěry,

půjčky, závazky, přijaté zálohy a rezervy. Podrobné členění vlastních a cizích zdrojů podniku najdeme v účetním výkazu Rozvaha, na straně Pasiv. Další možností financování podniku jsou tzv. alternativní zdroje financování, patří k nim: leasing, faktoring, forfaiting, projektové financování a Public Private Partnership. Výhodou těchto zdrojů je rychlý a snadný přístup k financím pro podniky ve fázi růstu, které pro financování svých podnikatelských záměrů nemají dostatek finančních prostředků.

Otázkou, na kterou hledá finanční řízení v oblasti kapitálové struktury odpověď, je poměr cizích a vlastních zdrojů financování. Cenou vlastního kapitálu je dividenda, případně podíl na zisku, cenou cizího kapitálu jsou úroky. V souvislosti optimálního poměru cizího a vlastního kapitálu se hovoří o tzv. efektu finanční páky. Efekt finanční páky má za výsledek zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu ve struktuře podnikového kapitálu. Pozitivně funguje pouze, pokud je sazba nákladových úroků nižší než výnosnost aktiv.

Dalším důležitým úkolem finančního řízení je posouzení majetkové struktury podniku, to znamená podílu fixního a oběžného majetku. Matematicky vyjádřeno v podobě provozní páky jako podíl fixních a oběžných aktiv nebo také jako podíl fixních a variabilních nákladů. Provozní páka odráží, jak jsou fixní aktiva a s nimi spojené fixní náklady v podniku využity (Kalouda, 2016, s. 43). Majetkovou strukturu podniku určuje zejména technická náročnost výroby, která dělí podniky na kapitálově těžké a kapitálově lehké. Tato skutečnost je dána oborem podnikání. Kapitálově těžké společnosti vykazují vysoké hodnoty provozní páky a naopak kapitálově lehké společnosti vykazují nízké hodnoty provozní páky. Chování těchto dvou typů společností se liší zejména ve dvou základních parametrech:

- rychlost s jakou dosahují bodu zvratu, tzn. takového objemu produkce, kdy se tržby vyrovnávají nákladům a od tohoto momentu již podnik generuje zisk,
- dynamika s jakou je zisk případně ztráta dosahována.

Obecně platí, že kapitálově těžký podnik dosahuje zisku později ale s větší dynamikou, s větší rentabilitou (Kalouda, 2016, s. 46 – 50).

1.3 Bilanční pravidla a ekonomický normál

Finanční řízení podniku zahrnuje další důležitou složku a tou je finanční rozhodování. Proces finančního rozhodování vychází z finančních cílů podniku a podléhá vlivu konkrétních

podmínek. Finanční management podniku se snaží v tomto procesu optimalizovat kapitálovou a majetkovou strukturu a tím dosáhnout co nejefektivnějšího financování majetku (aktiv) podnikovými zdroji (pasivy) a dlouhodobé rovnováhy a likvidity. Ekonomická teorie přináší několik bilančních pravidel a doporučené vazby ve vývoji vztahů zabývajících se touto problematikou.

Zlaté bilanční pravidlo hovoří o vhodnosti financování dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji a krátkodobých aktiv krátkodobými zdroji. Jde o sladění doby trvání složek majetku s dobou trvání kapitálu, který je v nich vázán (Mareš, 2017, s. 130). Zlaté pravidlo vyrovnání rizika doporučuje strukturu vlastních a cizích zdrojů udržovat v poměru 1:1. Vypovídá o ideálním zadlužení. Vyšší zadlužení může omezovat rozhodování vlastníků a komplikovat získávání dalších zdrojů financování. Zlaté pari pravidlo požaduje, aby byl dlouhodobý majetek financován pouze vlastním kapitálem. Poměr vlastního a cizího kapitálu je dán oborem činnosti. Výrobní podniky v technologicky náročných oborech vyžadují vyšší podíl vlastního kapitálu než podniky obchodní (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 77). Zlaté poměrové pravidlo upozorňuje na to, že by tempo růstu investic nemělo být vyšší než tempo růstu tržeb. V případě expanze nebo zavádění nového výrobku na trh však toto pravidlo nemusí být dodrženo (Mareš, 2017, s. 132).

Doporučená tempa růstu veličin při interpretaci horizontální analýzy přináší tzv. ekonomický normál. Jeho podstatou je ukázat, zda je tempo růstu podniku intenzivní nebo extenzivní. Extenzivní tempo růstu je dáno spotřebou většího množství produkčních faktorů, zatímco intenzivní tempo růstu je dáno vyšším využitím produkčních faktorů. Intenzivní rozvoj podniku je žádoucí a lze jej vyjádřit následující posloupností: tempo růstu čistého zisku > tempo růstu obratu > tempo růstu dlouhodobého majetku > tempo růstu mzdových nákladů > tempo růstu pracovníků (Mareš, 2017, s. 132-133). I zde je nutno podotknout, že nedodržení tohoto doporučení nemusí znamenat negativní vývoj. Záleží na konkrétních strategických plánech případně životním cyklu podniku.

1.4 Zdroje informací pro finanční analýzu

Kvalita a správnost dat použitých pro tvorbu finanční analýzy je velmi důležitá, určuje přesnost a vypovídací hodnotu výsledků analýzy. Obecně lze tato data rozdělit na interní a externí zdroje. Základními interními zdroji informací pro finanční analýzu je účetnictví

a účetní výkazy podniku. Účetní výkazy tvořící účetní závěrku (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích, výkaz o změnách ve vlastním kapitálu a příloha k účetním výkazům), jsou vymezené účetní jednotky povinny ze Zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb. zveřejňovat v obchodním rejstříku. Účetním jednotkám, které podléhají auditu, ukládá Zákon o účetnictví povinnost sestavovat výroční zprávu. Výroční zprávy obsahují kromě účetních výkazů další údaje o podniku, dle § 21 odst. 2 jsou to například informace o předpokládaném vývoji činnosti, o aktivitách v oblasti vědy a výzkumu, o nabytí vlastních akcií nebo vlastních podílů, o aktivitách v oblasti ochrany životního prostředí a pracovněprávních vztazích atd. Dalšími interními zdroji dat pro finanční analýzu jsou dokumenty a výkazy manažerského účetnictví, zaměřeného na nákladové účetnictví, kalkulace a rozpočetnictví. Ostatními interními zdroji jsou data z podnikového informačního systému. Jedná se o statistiky, vnitřní směrnice, mzdové a navazující předpisy. Do skupiny externích zdrojů dat patří komentáře odborného tisku, nezávislá hodnocení a prognózy, obchodní rejstřík, údaje prezentované na kapitálových trzích atd. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 17)

1.5 Slabé stránky finanční analýzy

Výsledky finanční analýzy a jejich využití vyžadují zohlednění jejích problematických míst. Především je to vypovídací schopnost účetních výkazů, které ne vždy dokumentují naprosto přesně ekonomickou situaci podniku. Důvodem nepřesností jsou zejména způsoby oceňování majetku a vliv inflace. Finanční analýza nepracuje s časovou hodnotou peněz, neurčuje skutečnou kvalitu stálých aktiv, nedokáže odhalit nadhodnocené pohledávky nebo podhodnocené závazky (Růčková, 2015, s. 31). Také nejednotnost pravidel účetního výkaznictví v různých zemích vede k omezenému srovnávání výsledků finanční analýzy podniků. Tyto nepřesnosti a nejednotnost se snaží odstranit Mezinárodní standardy účetního výkaznictví (IFRS). Dalším problematickým místem při hodnocení výsledků finanční analýzy jsou vlivy mimořádných událostí a sezónních výkyvů na hospodaření podniků (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 139). V případě praktické části této práce bude takovou mimořádnou událostí výsledek hospodaření porovnávaných podniků v roce 2015. Tento rok byl v oboru železničních staveb v důsledku končícího období finanční podpory z fondů Evropské unie v podobě Operačního programu Doprava (OPD) extrémní. Snaha státu o dočerpání prostředků z EU znamenala příliv peněz do stavebnictví a nárůst množství zakázek pro podniky zabývající se výstavbou a opravami železničních tratí.

Mezi ostatní, ne však zanedbatelné vlivy na vypovídací schopnost účetních výkazů se řadí změny ekonomického prostředí (pohyb úrokových sazeb, měnového kurzu, mzdové sazby, inflace) a legislativního prostředí (právní předpisy v oblasti účetnictví, daní, sociálního a zdravotního pojištění). Výsledky finanční analýzy podniku rozhodně nelze vytrhnout z kontextu odvětví ani vnějšího prostředí, v němž se podnik nachází (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 55).

2 FINANČNÍ ANALÝZA

„Hlavní přínos finanční analýzy spočívá v tom, že umožňuje dospět k jistým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci účetní jednotky a následně pak přijmout různá rozhodnutí. Představuje ohodnocení minulosti, současnosti a předpokládané budoucnosti účetní jednotky“ (Strouhal a Bokšová, 2015, s. 88). Pro účely mezipodnikového srovnání je velmi důležitá interpretace výsledků finanční analýzy, výběr srovnatelných firem, výběr vhodné metody a ukazatelů v souvislosti s dostupností a kvalitou dat pro finanční analýzu využívaných. Pro dosažení hodnotných výsledků mezipodnikového srovnání na základě finanční analýzy je vhodné využití jak finančních, tak nefinančních ukazatelů.

Nefinanční analýza si klade otázky zejména v oblasti managementu - věková struktura, existence následovníků, jsou-li vrcholoví manažeři zároveň vlastníky, dále se zabývá trhem a odvětvím - tržní struktura, stabilita odvětví, budoucnost trhu, klíčové faktory trhu a také dodavatelsko-odběratelskými vztahy - vyjednávací schopnosti dodavatelů a odběratelů, jejich struktura (Mareš, 2017, s. 109). Hodnocení firem na základě využití nefinančních ukazatelů se v poslední době dostává do popředí. Klade důraz na skutečnost, že nejen finanční ukazatele založené na účetních datech, jsou určujícím důkazem výkonnosti podniku. Nefinanční analýza stanovuje klíčové faktory úspěšnosti vedoucí k celkové prosperitě podniku. Příkladem je koncepce Balanced Scorecard (BSC) amerických autorů Kaplana a Nortona a Evropský model EFQM Excellence model. Mezipodnikové srovnání pomocí nefinančních ukazatelů klade velmi vysoké nároky na interní informace vycházející ze strategických cílů společností a firemních databází, které nejsou volně dostupné. Tato práce je proto zaměřena na mezipodnikové srovnání pomocí finančních ukazatelů.

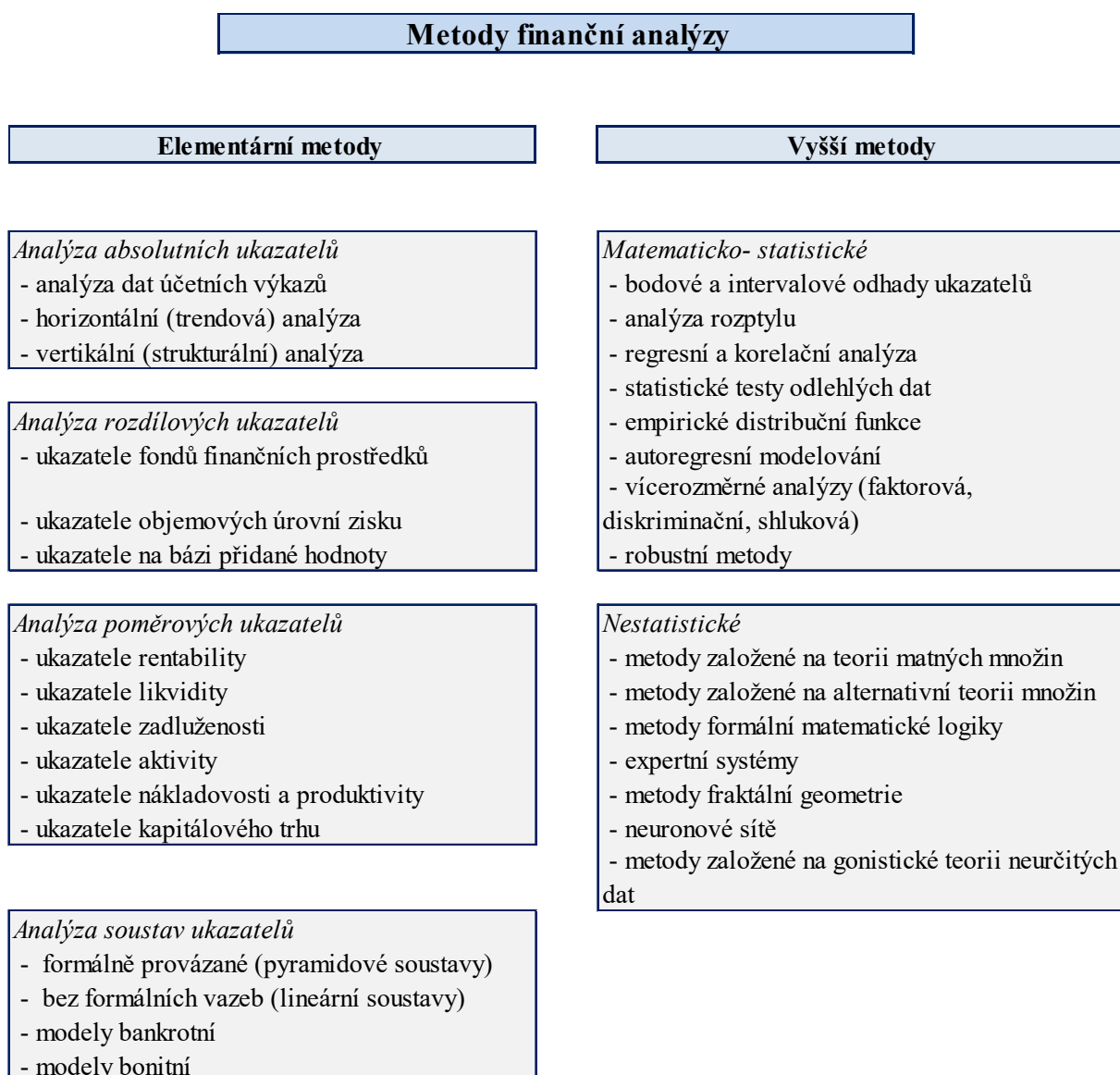
2.1 Základní přístupy k finanční analýze

Dle druhu zpracovávaných dat se rozlišují tyto základní přístupy k finanční analýze: fundamentální, technický, kauzální a komparační. Fundamentální přístup zahrnuje zpracování nejen dat finančních, ale také technických, ekonomických a politických v podobě zkušeností, intuicí i expertních odhadů. Tento přístup vyžaduje vysokou kvalifikaci analytika, ale jeho vypovídací schopnost je velká. Technický přístup představuje matematicko-statistické zpracování dat z účetních výkazů pomocí ukazatelů finanční analýzy a jejich interpretaci. Kauzální přístup vyhodnocuje vazby mezi dílčími ukazateli (pyramidové rozklady ukazatelů).

Přístup komparační navazuje na přístup technický a znamená proces porovnání dosažených výsledků kvantitativních metod se standardními hodnotami dosahovanými v oboru nebo odvětví (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 63).

2.2 Metody finanční analýzy

Nejčastěji se metody finanční analýzy člení dle náročnosti matematických výpočtů použitých pro zpracování výchozích dat na metody elementární a metody vyšší, výčet dílčích skupin a podskupin je uveden na Obrázku 1.



Obrázek 1: Metody finanční analýzy

Zdroj: Upraveno podle (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 66)

Elementární metody finanční analýzy jsou v praxi využívány zejména pro jednoduchost a nenáročnost jejich výpočetního zpracování dat získaných z účetních výkazů. Vyšší metody finanční analýzy využívají náročnější matematické postupy často založené na statistice (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 72), jejich aplikace na analyzovaná data však nemusí být vždy zárukou přesnějších výsledků finanční analýzy pro mezipodnikové srovnání. V jiném členění metod finanční analýzy (Kalouda, 2016, s. 60) jsou do skupiny vyšších metod finanční analýzy řazeny také bankrotní a bonitní modely. Zárukou získání co nejpřesnější informace o finančním zdraví podniku je kombinace analýz dat z účetních výkazů, výstupu analýz zpracovávajících nefinanční data a komparace těchto výsledků se zkušenostmi managementu, odvětvovými normami a expertními odhady.

2.2.1 Absolutní ukazatele

Analýza absolutních ukazatelů znamená v první řadě posouzení dat obsažených v účetních výkazech, následují analýzy horizontální a vertikální. Obě posuzují a měří intenzitu změn dat, jejich vývoj a složení a obě tyto metody se obvykle kombinují. Horizontální analýza představuje analýzu dílčích položek účetních výkazů v závislosti na čase, je také nazývána analýzou časových řad. Predikuje budoucí vývoj majtkové a finanční situace podniku na základě trendu analyzovaných položek. Vertikální analýza postihuje strukturu a změny zkoumaných dat (strukturu aktiv, kapitálu, nákladů atd.) v průběhu účetních období.

2.2.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele se získávají dle názvu rozdílem dvou či více veličin. Patří sem ukazatele fondů finančních prostředků a cash flow, které jsou používány pro hodnocení likvidity podniku. Nejčastěji využívaným ukazatelem fondů finančních prostředků je čistý pracovní kapitál (ČPK), tedy objem oběžných aktiv snížený o objem krátkodobých závazků. Představuje tu část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji. Pokud je čistý pracovní kapitál kladný hovoříme o konzervativní finanční strategii podniku, ČPK vytváří tzv. „finanční polštář“, který snižuje riziko nedostatku finančních zdrojů. Výše ČPK by neměla být příliš vysoká, protože příliš vysoká likvidita snižuje rentabilitu a také proto, že dlouhodobé zdroje jsou podstatně dražší než krátkodobé. Pokud je ČPK záporný hovoříme o agresivní finanční strategii podniku, kdy výpadek krátkodobých zdrojů může ohrozit stabilitu podniku. Její výhodou je nízká cena zdrojů. Optimální výši ČPK podniku není jednoduché stanovit, závisí na spoustě skutečností: na strategii podniku, na odvětví, na délce obrátového

cyklu peněž a výši jednodenních výdajů podniku, ale třeba také na poměru jednotlivých složek oběžných aktiv tj. zásob, pohledávek a finančního majetku. (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 98; Kalouda, 2016, s. 115-116; Strouhal 2016, s. 105). Někteří autoři přesto stanovují doporučené hodnoty čistého pracovního kapitálu, dle jejich doporučení by měl dosahovat hodnot 10 – 15 % celkových aktiv (Petřík, 2005, s. 372) nebo 30 – 50 % oběžných aktiv (Kralicek, 1993, s. 27). Obecně platí, že by měl být ČPK kladný, v opačném případě hrozí, že podnik bude muset prodat část stálých aktiv, aby byl schopen uhradit své splatné závazky.

Ukazatele na bázi cash flow nahrazují ve výpočtech poměrových ukazatelů zisk rozdílem příjmů a výdajů souvisejících s běžnou provozní činností podniku. Výhodou využití cash flow ve finanční analýze je jeho schopnost odstraňovat vlivy vyplývající z časového rozlišení, tvorby rezerv a ze způsobu odpisování a metod oceňování dlouhodobého majetku. Cash flow je také méně citlivé na inflační vývoj (Sedláček, 2001, s. 72).

Rozdílovými ukazateli jsou také ukazatele zisku na různých úrovních, které se využívají pro posouzení výkonu podniku. Jejich výsledky nabývají podobu zisku nebo ztráty a ve finanční analýze jsou využívány ve výpočtech rentability. Různé úrovně zisku se dělí dle rozsahu hospodářské činnosti podniku, který zahrnují na provozní, finanční a mimořádný. Dále se rozlišují úrovně výsledků hospodaření pro využití ve výpočtech ukazatelů rentability do skupin, viz Obrázek 2.

I. Úroveň	Zisk za účetní období po zdanění = EAT (<i>Earnings after Taxes</i>) + Daň z příjmů
II. Úroveň	= Zisk před zdaněním = EBT (<i>Earnings before Taxes</i>) + Nákladové úroky
III. Úroveň	= Zisk před úroky a zdaněním = EBIT (<i>Earnings before Interest and Taxes</i>) + Odpisy dlouhodobého majetku
IV. Úroveň	= Zisk před úroky, odpisy a zdaněním = EBDIT (<i>Earnings before Depreciation, Interest and Taxes</i>) - také značený EBITDA ² (<i>Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>)

Obrázek 2: Úrovně zisku

Zdroj: Upraveno podle (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 107; Kalouda, 2015, s. 119)

² Označení využívané v americkém účetnictví, předpokládá dostupnost informace o struktuře odpisů.

Do skupiny rozdílových ukazatelů se dále řadí ukazatele na bázi přidané hodnoty. Zjišťují rozdíly mezi hodnotami v různých oblastech podnikových procesů a dle těchto oblastí se dělí na ukazatele přidané hodnoty zpracováním, tržní přidanou hodnotu a ekonomickou přidanou hodnotu. Ukazatel přidané hodnoty zpracováním je v českém účetnictví obsažen ve výkazu zisku a ztráty, představuje rozdíl mezi tržbami za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb a náklady na prodej zboží a spotřebovaných nákupů. Obsahem přidané hodnoty (hodnoty nově vytvořené v podniku) je objem spotřebované živé práce v podniku, spotřebovaná část dlouhodobého majetku v podobě odpisů, nákladové úroky a dosažený zisk (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 114). Její dosahovaná výše je vhodným měřítkem pro mezipodnikové srovnání. Vyšší přidaná hodnota znamená vyšší výkonnost srovnávaného podniku. Zbylé dva ukazatele na bázi přidané hodnoty (tržní a ekonomická) obsahují složitější výpočty a někteří autoři je zařazují spíše do analýzy soustav ukazatelů mezi modely bonitní (Kalouda, 2016, s. 84), nebo je označují jako nová kritéria měření výkonnosti (Mareš, 2017, s. 138) vedle tradičních kritérií měření výkonnosti, jimiž jsou poměrové ukazatele.

2.2.3 Poměrové ukazatele

Největší část elementárních metod finanční analýzy zaujímají ukazatele poměrové. Obvykle jsou členěny do pěti okruhů dle stránek finanční situace podniku, kterou hodnotí. Jsou to ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele zadluženosti, ukazatele aktivity a ukazatele kapitálového trhu. S výjimkou ukazatelů kapitálového trhu čerpají data z účetních výkazů. Jak je z názvu patrné, je jejich výpočet prováděn poměrem (podílem) vybraných položek obsažených v účetních výkazech. Poměrové ukazatele jsou velmi často využívány jako základní nástroj při hledání příčin finančních problémů, jejich výpočet je jednoduchý a lze je využít také pro mezipodniková srovnání.

Ukazatele rentability poměřují zisk společnosti vůči podnikovým zdrojům, které byly na dosažení tohoto zisku využity. Pro různé ukazatele rentability se využívají různé úrovně zisku, jejich členění je uvedeno na Obrázku 2. Důvodem pro využití více úrovní zisku je získání výsledných hodnot ukazatele, které nebudou závislé na kapitálové struktuře (EBIT), majetkové struktuře (EBDIT, EBITDA) nebo nově na pronájmu obchodních prostorů (EBITDAR). Úroveň zisku EBITDAR (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization and Rent) je nově využívanou formou zisku při mezipodnikovém srovnání velkých obchodních korporací, které mají často své obchodní prostory pronajaté (Strouhal,

2016, s 106-107). Všechny ukazatele rentability jsou maximalizační, čím vyšší hodnoty dosahují, tím lépe. V praktické části práce jsou použity tyto ukazatele rentability:

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \text{Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{Aktiva}, \quad (1)$$

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \text{Čistý zisk} / \text{Tržby}. \quad (2)$$

Ukazatele aktivity vypovídají o efektivitě využívání majetku podniku. Patří sem ukazatele vázanosti aktiv a zásob, obratu aktiv a zásob, doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Do skupiny ukazatelů aktivity jsou také řazeny ukazatel produktivity práce. Tyto ukazatele představují objem vyprodukovaných hodnot na jednotku práce, počítají se obvykle z přidaného hodnoty, tržeb nebo obratu. Na jejich růst mají vliv zejména inovace technologií, kvalifikace zaměstnanců a organizace výroby. V praktické části práce jsou použity tyto ukazatele produktivity práce:

$$\text{Osobní náklady k přidané hodnotě} = \text{Osobní náklady} / \text{Přidaná hodnota}, \quad (3)$$

$$\text{Produktivita práce z přidané hodnoty} = \text{Přidaná hodnota} / \text{Počet zaměstnanců}, \quad (4)$$

$$\text{Produktivita práce z tržeb} = \text{Tržby} / \text{Počet zaměstnanců}. \quad (5)$$

Ukazatele likvidity odhalují schopnost společnosti dostát svým závazkům. Existují tři druhy ukazatelů likvidity - běžná likvidita, rychlá likvidita, peněžní likvidita. Liší se druhem aktiv, která se poměrují s krátkodobými závazky od aktiv méně likvidních (zásoby) po ta nejlikvidnější (peněžní prostředky). Ekonomická teorie stanovuje doporučené hodnoty pro každý druh likvidity. Běžná likvidita by se měla v ideálním případě pohybovat v hodnotách 1,6 – 2,5. Pro rychlou likviditu jsou doporučenými hodnotami 0,7 – 1 a peněžní likvidita je přijatelnou v rozmezí hodnot 0,2 – 0,5 (Strouhal, 2016, s. 111). Vzorce pro výpočet likvidity jsou:

$$\text{Běžná likvidita} = \text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky}, \quad (6)$$

$$\text{Rychlá likvidita} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby} / \text{Krátkodobé závazky}, \quad (7)$$

$$\text{Peněžní likvidita} = \text{Peněžní prostředky} / \text{Krátkodobé závazky}. \quad (8)$$

Ukazatele zadluženosti ukazují financování podniku, poměr cizího a vlastního kapitálu, věřitelského riziko nebo úrokové krytí. U ukazatelů zadluženosti neexistují doporučené hodnoty, protože optimální hodnota zadlužení je u každé společnosti jiná, je odvislá od ceny kapitálu (Strouhal, 2016, s. 112).

Ukazatele kapitálového trhu hodnotí tržní cenu akcie nebo dividendové výnosy, omezují se proto pouze na veřejně obchodované podniky. Jsou důležité pro akcionáře a případné investory.

2.2.4 Soustavy ukazatelů

Analýza soustav ukazatelů spočívá v sestavování více či méně provázaných souborů poměrových ukazatelů a tím získání vyšší vypovídací schopnosti těchto ukazatelů. Soustavy bez vzájemného propojení kumulují hodnoty poměrových ukazatelů dle účelu a cílů analýzy. Příkladem soustav bez vzájemných vazeb je Metoda Quelle a Metoda vědecké Schmalenbachovy společnosti. Do soustav formálně provázaných jsou řazeny soustavy pyramidové a paralelní. Pyramidové soustavy jsou založeny na rozkladu souhrnného ukazatele na ukazatele dílčí, kterým je nejčastěji ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE). Nejznámější pyramidovou soustavou je Du Pontův rozklad, jehož název byl odvozen od amerického chemického koncernu Du Pont de Nemours, kde byl poprvé použit. Paralelní soustavy bývají označovány jako modely predikční nebo modely včasného varování, rozlišují se modely bonitní a bankrotní. Zatím co modely bonitní vyjadřují finanční zdraví a výkonnost podniku a předpovídají budoucí prosperitu podniku, modely bankrotní odpovídají na otázku, zda podnik v dohledné době zbankrotuje či ne. Tyto modely jsou odvozeny od skutečných dat podniků, které v minulosti zbankrotovaly, nebo naopak dosahovaly vysoké výkonnosti. Při jejich konstrukci jsou využívány dílčí ukazatele finanční analýzy, kterým je přisuzována určitá váha. Bankrotních i bonitních modelů existuje celá řada, historie jejich vzniku má počátky v 60. letech 20. století ve Spojených státech amerických. Jejich konstrukce a složení tedy odpovídá době a prostředí, ve kterém vznikaly. Vypovídací schopností bankrotních modelů tvořených v různých podmínkách a v různých odvětvích, konkrétně i odvětví stavebním a důležitostí porovnání finančních ukazatelů v jejich dynamice, tzn. změně hodnot a ne pouze v jejich hodnotách absolutních se zabývají bankrotní modely dvojice Michal Karas a Mária Režňáková (Karas a Režňáková, 2017). Další nejčastěji využívané predikční modely v našem prostředí jsou znázorněny na Obrázku 3.

V praktické části práce byly pro zjištění finančního zdraví posuzovaných podniků vybrány predikční modely IN05 a Kralickův Q-test, proto následující kapitola obsahuje podrobnější popis sestavení a výpočtu těchto modelů. Tyto dva modely byly vybrány z toho důvodu, že zastupují obě skupiny modelů a to bankrotní a bonitní. Index IN05

je řazen do skupiny bankrotních modelů a Kralickův Q-test do skupiny bonitních modelů, přestože toto dělení není jednoznačné, někteří autoři (Kalouda, 2016, s. 81) řadí Kralickův Q-test do skupiny bankrotních modelů. Dalším důvodem k výběru těchto modelů je jejich vysoká vypovídací schopnost v našich podmínkách.

Modely	Vznik	Charakteristika	Využití
Bankrotní modely			
Altmanovy modely (tvz. Z-score, Z-funkce)	1968, USA	původní verze několikrát modifikovaná, pro podmínky českých podniků v roce 1993	ve všech odvětvích
Indexy IN (indexy důvěryhodnosti manželů Neumaierových)	1995, ČR	několik variant značených dle roku vzniku, nejnovější IN 05 z roku 2005	ve všech odvětvích
Beermanova diskriminační funkce	1976, Německo	souhrn 10 poměrových ukazatelů, stanovena hraniční hodnota 0,3	v řemeslných a výrobních firmách
Taflerův model	1977, Velká Británie	založen na ukazatelích platební schopnosti, existuje několik modifikací	ve všech odvětvích
Bonitní modely			
Tamariho model	1966	pracný model s velkými nároky na vstupní informace, obsahuje 6 poměrových ukazatelů	ve všech odvětvích
Argentiho model (A-skóre)		nefinanční predikční model, bodové hodnocení vybraných podnikových parametrů	v bankovním prostředí
Quick test (Kralickův Q-test)	1990, Rakousko	původně využíván pro bankovní sektor, více úprav a modifikací	ve všech odvětvích
Index Bonity	1993, Německo	v závislosti na hodnotě indexu rozděluje podnik do jedné z osmi bonitních tříd	ve všech odvětvích
Soustava bilančních analýz Rudolfa Douchy	90. léta, ČR	původně pro průmyslové podniky, později jeho využití rozšířeno, bilanční analýza zahrnuje tři úrovně	ve všech odvětvích

Obrázek 3: Nejčastěji využívané predikční modely

Zdroj: Upraveno podle (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 207-268)

2.2.5 Predikční modely – Index IN05 a Kralickův Q-test

Index IN05 patří do rodiny indexů důvěryhodnosti IN vytvořených manželkou Inkou a Ivanem Neumaierovými. Nejznámější je index IN95, který byl dále upravován

a modifikován do podoby modelů IN99, IN01 a jeho zatím poslední úpravou je již zmíněný model IN05. Aktualizace modelu IN05 proběhla na základě ověřování ekonomických dat velkého množství průmyslových podniků v roce 2004. Matematické vyjádření modelu má tento tvar (Kalouda, 2016, s 77):

$$IN05 = 0,13 \times A + 0,04 \times B + 3,97 \times C + 0,21 \times D + 0,09 \times E$$

$$A = \text{Celkový kapitál} / \text{Cizí kapitál}$$

$$B = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$$

$$C = \text{EBIT} / \text{Celkový kapitál}$$

$$D = \text{Výnosy celkem} / \text{Celkový kapitál}$$

$$E = \text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé závazky} \quad (9)$$

Na základě výsledků modelu je analyzovaný podnik řazen do tří skupin, dle následující hodnotící stupnice:

$$IN05 > 1,6 \quad \text{uspokojivá finanční situace}$$

$$0,9 < IN05 \leq 1,6 \quad \text{"šedá zóna" nevyhraněný výsledek}$$

$$IN05 \leq 0,9 \quad \text{hrozba vážných finančních problémů}$$

U některých podniků může při použití modelu IN05 dojít k potížím s ukazatelem B (EBIT/Nákladové úroky). Pokud podnik nevyužívá ke svému financování bankovních či jiných úvěrů a hodnota jeho nákladových úroků se blíží nule, potom výsledné hodnoty zmíněného ukazatele dosahují extrémních hodnot a tím zkreslují celkový výsledek modelu. V tomto případě je doporučeno autory modelu IN05 omezit celkovou výši tohoto ukazatele hodnotou 9 a tím zabránit zkreslení výsledku modelu IN05 (Růčková, 2015, s. 81).

Kralickův Q-test vznikl v roce 1990, původně byl využíván bankovním sektorem, později se jeho využití rozšířilo do ostatních odvětví a dodnes je v našich podmínkách často používán. Jeho konstrukce zahrnuje analýzu likvidity, rentability, stability a výsledku hospodaření. Test se skládá ze čtyř základních ukazatelů, dělených do dvou skupin (finanční stabilita podniku a výnosová situace podniku). Každý ukazatel je dle bodové stupnice uvedený v Tabulce 1 ohodnocen známkou. Na závěr se z jednotlivých hodnocení ukazatelů vypočte aritmetický průměr a výsledná známka určuje stav, ve kterém se podnik nachází. Ukazatele Kralickova Q-testu jsou následující:

$$\text{Kvóta vlastního kapitálu} = \text{Vlastní kapitál} / \text{Aktiva}$$

Doba splácení dluhu z cash flow =

$(\text{Cizí kapitál} - \text{likvidní prostředky}) / (\text{HV} - \text{daň z příjmů} + \text{odpisy} - \text{saldo přechodných účtů aktiv} + \text{saldo přechodných účtů pasiv})$

Cash flow v tržbách = Cash flow (CF) / Tržby celkem

Rentabilita aktiv (ROA) = Zisk před úroky a zdaněním (EBIT) / Aktiva (10)

Tabulka 1: Bodová stupnice Kralickova Q-testu

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

Zdroj: upraveno podle (Strouhal, 2016, s. 127)

3 CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ A MOŽNOSTI MEZIPODNIKOVÉHO SROVNÁNÍ

Výsledky finanční analýzy slouží mimo již zmíněné hodnocení výkonnosti a finančního zdraví podniku, také jako podklad pro mezipodnikové srovnání. Výběr srovnávaných podniků, vymezení kritérií, podle nichž se budou podniky poměřovat a volba metody komparace jsou velmi důležité kroky v procesu mezipodnikového srovnání. Také interpretace výsledných hodnot a zvolená forma jejich prezentace určují finální podobu a hodnotu finanční analýzy. V neposlední řadě je nutné charakterizovat odvětví, v němž se posuzované podniky nacházejí. Charakter odvětví má vliv na majetkovou strukturu podniků, způsoby financování a investiční rozhodování. Předpoklad mezipodnikového srovnání vychází ze skutečnosti, že srovnávané podniky pochází ze stejného odvětví, tudíž jejich majetková i kapitálová struktura je obdobná. Charakteristika odvětví pro účely této práce se tudíž zaměřuje na strukturu odvětví, podíl produkce stavebnictví na celé ekonomice, podíl stavebnictví na tvorbě hrubé přidané hodnoty, tempo růstu odvětví a jeho budoucí vývoj.

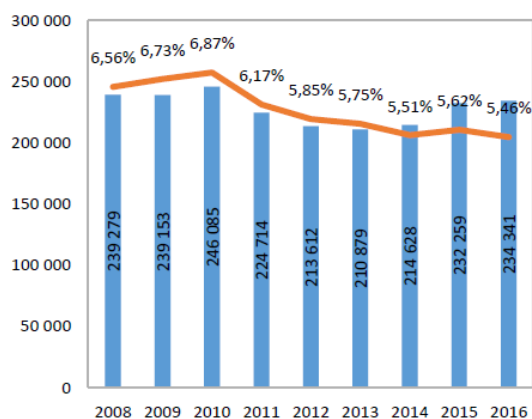
3.1 Charakteristika odvětví

Stavebnictví patří v České republice mezi velmi důležitá odvětví, jehož stav má vliv na celkový vývoj ekonomiky země. Rozvoj a obnova dopravní infrastruktury je klíčovou oblastí veřejného života a spoluvytváří životní úroveň dané země. Podniky analyzované v této práci se pohybují na stavebním trhu v oblasti stavitelství inženýrského, dle členění CZ-NACE se jedná o Výstavbu silnic a železnic (NACE 42.1). Odvětví železničního stavitelství klade vysoké nároky na speciální kolejovou mechanizaci, oborovou technologii a moderní metody řízení staveb. Trh železničního stavitelství lze zařadit typem konkurenčního prostředí k oligopolu. Na trhu působí menší skupina firem a vstupu do odvětví brání bariéry v podobě specializovaného technického, technologického i kvalifikačního vybavení. Nejvýznamnějším zákazníkem na trhu je státní organizace Správa železniční dopravní cesty, která je veřejným sektorovým zadavatelem a při zadávání veřejných zakázek postupuje dle zákona č. 134/2016 Sb. o zadávání veřejných zakázek.

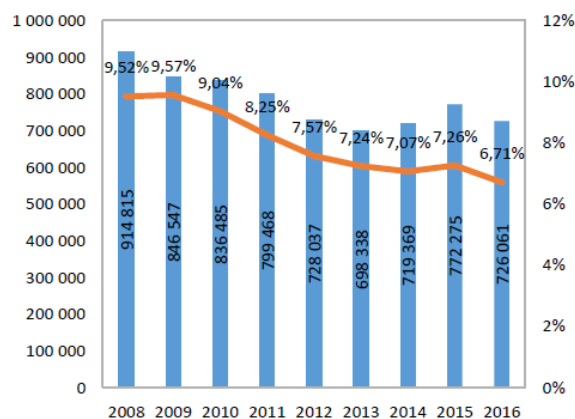
Od roku 2010 do roku 2016 s výjimkou roku 2015 vlivem recese podíl produkce i podíl hrubé přidané hodnoty stavebnictví na celé ekonomice klesá. Podíl produkce a podíl hrubé přidané hodnoty stavebnictví na celkové ekonomice České republiky od roku 2008 do

roku 2016 je uveden na Obrázku 4. V roce 2017 zaznamenala stavební produkce meziroční růst o 3,3% zejména přispěním stavitelství pozemního. Vývoj stavební produkce od roku 2008 do roku 2017 je uveden na Obrázku 5. Inženýrské stavitelství, závislé na financování z veřejných zdrojů a fondů Evropské unie, zůstalo pod úrovní předchozího roku o 4,1 % (Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2017, 2018, s. 69).

HPH (mil. Kč) a podíl HPH stavebnictví na celé ekonomice v běžných cenách

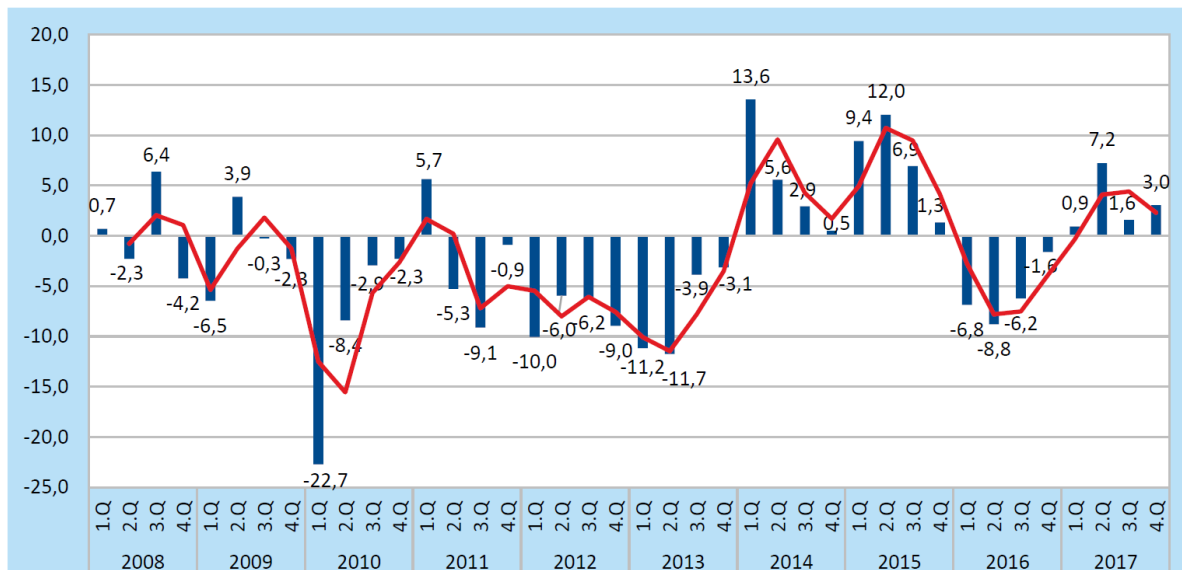


Produkce (mil. Kč) a podíl produkce stavebnictví na celé ekonomice v běžných cenách



Obrázek 4: Podíl produkce a podíl hrubé přidané hodnoty stavebnictví na celkové ekonomice ČR

Zdroj: (Stavebnictví České republiky 2017, 2018, s. 8)



Obrázek 5: Vývoj stavební produkce (meziroční změna v %)

Zdroj: (Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2017, 2018, s. 69)

Důvodem stagnace inženýrského stavitelství je především nízká investiční aktivita státu a nepřipravenost stavebních projektů. Krátkodobý růstu stavební produkce v roce 2015 naopak ovlivnilo a do fáze růstu přivedlo končící období Operačního programu Doprava a snaha dočerpat finanční prostředky z fondů Evropské unie.

Pozitivní vývoj stavebnictví má vliv na celkový ekonomický růst země díky jeho významnému multiplikačnímu efektu tzn., vyšší poptávka po stavební produkci se přenáší na ostatní odvětví a má také příznivý vliv na zaměstnanost. Investice státu do rozvoje dopravní infrastruktury má za následek mimo jiné příliv zahraničních investic (Stavebnictví České republiky 2017, 2018, s. 6). V odvětví lze po letech stagnace a poklesu produkce způsobené ekonomickou recesí očekávat oživení. Zejména produkce dopravního stavitelství vlivem tlaku na čerpání prostředků z fondů Evropské unie, konkrétně Operačního programu Doprava (OPD2) 2014 -2020 a také vlivem legislativních změn poroste. Proces schvalování a přípravy staveb v České republice patří mezi nejdelší na světě. Připravovaná novelizace stavebního zákona a na něj navazující legislativa, chystaná celková rekodifikace stavebního práva a zavádění digitalizace staveb dopravní infrastruktury v podobě metody BIM (Building Information Modelling) bude znamenat pozitivní posun v rychlosti a efektivnosti zadávání velkých infrastrukturních zakázek a úsporu času i finančních prostředků ve stavebním řízení (Stavebnictví České republiky 2017, 2018, s. 79).

3.2 Interpretace výsledných hodnot

Pro využití výsledků ukazatelů finanční analýzy v mezipodnikovém srovnání je velmi důležitá interpretace získaných hodnot. Stanovisko určující, zda získaná hodnota předznamenává prosperitu nebo naopak špatnou finanční situaci podniku. Existují dva základní přístupy k interpretaci výsledných hodnot, první vychází z ekonomické praxe a praxe finančního řízení a druhý z ekonomické a finanční teorie (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 73 - 75).

Přístup vycházející z ekonomické praxe a praxe finančního řízení se opírá o předpokládané (normované) hodnoty finančních ukazatelů, s nimiž jsou pak konkrétní získané veličiny finanční analýzy podniku srovnávány. Tyto normované hodnoty mohou mít základ v odvětvových (oborových) normách, v normách historických nebo v normách manažerských. Odvětvové normy zpracovává Český statistický úřad dle klasifikace CZ-NACE a Ministerstvo průmyslu a obchodu každý rok vydává dokument Stavebnictví České

republiky, který mimo jiné obsahuje analýzu stavebnictví z pohledu podnikových dat. Využití odvětvových průměrů pro mezipodnikové srovnání s sebou přináší několik problémů (problém jednoznačného zařazení některých podniků do oborů či odvětví, nedostatečně velký soubor podniků tvořících oborové normy, zastaralost hodnot oborových norem nebo vlivy sezónních výkyvů na hodnoty oborových norem), proto nebývají příliš využívány. Historické normy zobrazují postupný vývoj podniku, vypočítávají se jako průměr finančních ukazatelů za po sobě jdoucí účetní období. Jejich nevýhodou je, že zohledňují pouze interní ukazatele podniku bez souvislosti s výsledky odvětví. Manažerské normy jsou dány strategickými cíli podniku a zohledňují momentální strategické scénáře podniku.

Přístup založený na ekonomické a finanční teorii přebírá stanovené optimální hodnoty pro některé ukazatele finanční analýzy, doporučené vztahy mezi majetkovou a kapitálovou strukturou a také doporučený trend veličin při interpretaci horizontální analýzy. Optimální hodnoty stanovila finanční teorie zejména pro poměrové ukazatele likvidity nebo zadluženosti, existují v podobě stanovené výše výsledku ukazatele nebo doporučených intervalů, ve kterých by se měly hodnoty poměrové analýzy pohybovat. V případě predikčních modelů (bankrotních a bonitních) stanovují autoři těchto modelů na základě zkoumání dostatečně velkého souboru firem hraniční hodnoty nebo intervaly výsledných hodnot, které určují, zda společnosti vykazují finanční zdraví nebo naopak finanční tíseň (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 73 - 75). O doporučených vztazích majetkové a kapitálové struktury a vztazích mezi vývojem veličin horizontální analýzy bylo blíže pojednáno v kapitole č. 1.3 Bilanční pravidla a ekonomický normál.

3.3 Metody mezipodnikového srovnání

V odborné literatuře jsou uváděny metody jednorozměrné, vícerozměrné a metoda grafická nazývaná spider analýza. Jednorozměrná metoda mezipodnikového srovnání znamená porovnání podniků na základě jednoho ukazatele (např. zisku po zdanění, počtu zaměstnanců, rentability vlastního kapitálu apod.) a následné sestavení pořadí těchto podniků. Vícerozměrné metody mezipodnikového srovnání umožňují porovnávat podniky podle více ukazatelů a tím přinést komplexnější pohled na vzájemné postavení podniků. Přehled vícerozměrných metod je uveden na Obrázku 6.

Spider analýza je grafická metoda umožňující srovnání více ukazatelů v jednom grafu a tím dosažení přehledného znázornění výsledných hodnot finanční analýzy. „*Svou konstrukcí*

na rozdíl od jiných metod prezentace vytváří specifický prostor, který vypovídací schopnost znázorňovaných hodnot rozšiřuje“ (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 287).

Nástrojem spider analýzy je spider graf (pavučinový graf). Jeho základem jsou paprsky protínající se v jednom bodě, počet paprsků závisí na počtu proměnných. Na každý paprsek se vynese hodnota jedné proměnné, spojením těchto bodů pak vznikne obrazec tzv. spidergram. Pro konstrukci spidergramu není nezbytné použití stejných měrných jednotek zobrazovaných ukazatelů, mohou být zobrazovány hodnoty procentní či indexové. To umožňuje sestavení spidergramu z různých poměrových i jiných ukazatelů. Důležitý je však interval hodnot všech ukazatelů. Pro přehlednost a názornost grafu nemůže být interval příliš velký. V takovém případě je nutné jednotky nějakým způsobem upravit, převést například na průměrné hodnoty nebo hodnoty normované (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 288). Spider grafy použité jako grafické znázornění mezipodnikového srovnání v praktické části této práce jsou vytvořeny za použití Microsoft Office v aplikaci Excel.

Vícerozměrné metody mezipodnikového srovnání	Charakteristika
Metoda jednoduchého součtu pořadí	provádí se součet pořadí dosažených za jednotlivé ukazatele
Metoda jednoduchého podílu	vypočte se podíl hodnoty daného ukazatele podniku na průměrné hodnotě tohoto ukazatele za všechny podniky
Metoda bodovací	firmě dosahující v daném ukazateli nejlepší hodnoty se přidělí 100 bodů, ostatním firmám se přidělují body na základě daného postupu
Metoda normované proměnné	metoda využívá statistické výpočty a normalizaci proměnných
Metoda vzdálenosti od fiktivního objektu	nejpřesnější metoda, využívá normovaných proměnných a zavádí "fiktivní firmu", jako firmu dosahující ve všech ukazatelích nejlepších hodnot

Obrázek 6: Vícerozměrné metody mezipodnikového srovnání

Zdroj: Upraveno podle (Kubičková a Jindřichovská, 2015, s. 270 - 277)

4 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKŮ NA ZÁKLADĚ VYBRANÝCH UKAZATELŮ

Data získaná mezipodnikovým srovnáním pomocí finanční analýzy budou sloužit jako informace pro management společnosti Hrochostroj a.s. (dále jen Hrochostroj). Cílem práce je porovnat ekonomickou situaci zvolených podniků, porovnat jejich výkonnost a finanční zdraví a zjištěné informace využít v procesu finančního rozhodování managementu společnosti. Pro analýzu byly vybrány společnosti se stejným nebo podobným portfoliem, společnost GJW Praha, spol. s r.o. (dále jen GJW) a společnost STRABAG Rail a.s. (dále jen STRABAG Rail). Jedná se o podniky stavební, pohybující se zejména na trhu výstavby, údržby a oprav železniční infrastruktury. Dalším podstatným společným znakem podniků je důraz kladený na investování do vlastního strojního vybavení, vlastních technologií a zvyšování kvalifikace zaměstnanců. Vlastní stroje, technologie a odborný personál zajišťuje společností konkurenceschopnost. Trh inženýrského stavitelství, zejména železničních staveb je závislý na financování z veřejných zdrojů. Společnosti působící na tomto trhu jsou nejen konkurenty, ale často také partnery spolupracující ve Společnostech uzavíraných dle ustanovení § 2716 a násl. zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník za účelem podání společné nabídky na provedení předmětu veřejné zakázky a za účelem společné realizace této veřejné zakázky. Rozdíl mezi společnostmi Hrochostroj a společnostmi vybranými pro komparaci je v tom, že portfolio těchto společností je širší. Zatímco Hrochostroj se zabývá výhradně provozováním specializované kolejové mechanizace s kvalifikovanou obsluhou a působí jako člen českého stavebního holdingu enteria a.s., tak porovnávané společnosti mají ve svém předmětu činnosti kromě provozování kolejové mechanizace také několik oborů stavební činnosti (železniční stavby, pozemní stavby a silniční stavby). Porovnání ekonomické situace vybraných podniků pomocí finančních ukazatelů proto bude sloužit kromě získání informací o výkonnosti a finančním zdraví společností, také k získání pohledu na rozdíly v hospodaření společností s komplexním portfoliem (GJW, STRABAG Rail), nebo portfoliem specializovaným (Hrochostroj). Zjištěná data mohou sloužit jako zpětná vazba pro holding enteria o významu a přínosu činnosti společnosti Hrochostroj a.s. Dalším rozdílem, majícím vliv na hodnocení výkonnosti těchto společností, je kapitálová náročnost jejich produkce.

Pro účel mezipodnikového srovnání s cílem získat informace o výkonnosti, stabilitě a finančním zdraví vybraných podniků, byly stanoveny finanční ukazatele, jejichž výsledky

budou předmětem tohoto srovnání. Jedná se o finanční ukazatele z okruhu rozdílových ukazatelů, poměrových ukazatelů a predikčních modelů. Konkrétně byly vybrány:

1. analýza různých úrovní výsledků hospodaření,
2. analýza čistého pracovního kapitálu (ČPK),
3. poměrové ukazatele rentability,
 - rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA),
 - rentabilita tržeb (ROS),
4. poměrové ukazatele likvidity,
 - běžná,
 - pohotová,
 - peněžní,
5. poměrové ukazatele produktivity práce,
 - osobní náklady k přidané hodnotě,
 - produktivita práce z trže,
 - produktivita práce z přidané hodnoty,
6. predikční modely,
 - Index IN05,
 - Kralickův Quick test.

Zdrojem dat pro vybrané ukazatele finanční analýzy byly výroční zprávy společností z let 2015 – 2017, dostupné na internetových stránkách Ministerstva spravedlnosti – www.justice.cz.

4.1 Posouzení odvětví na základě finančních ukazatelů

Odvětví železničního stavitelství vyžaduje speciální technické i technologické vybavení a vysokou odbornost personálu. Společnosti působící na trhu železniční výstavby musí v zájmu udržení konkurenceschopnosti neustále prohlubovat kvalifikaci svých zaměstnanců, modernizovat technologické postupy a metody řízení staveb a provozovat specializovanou mechanizaci. Trh železniční výstavby je z velké části financován veřejnými zdroji a zadávání zakázek probíhá zejména dle zákona č. 134/2016 Sb., o zadávání veřejných

zakázek, ve znění pozdějších předpisů. Aby dodavatelé v zadávacím řízení uspěli, musí splňovat všechny základní, profesní, ekonomické a technické podmínky obsažené v zadávací dokumentaci. Tyto podmínky jsou neustále zpřísnovány ve snaze o zajištění co nejvyšší kvality realizovaných zakázek.

Společnosti pohybující se na trhu infrastrukturní výstavby se v důsledku výše uvedených skutečností opírají zejména o své vlastní výkony, s tím souvisí také vytvářená vyšší přidaná hodnota. Pro stavebnictví je typický vysoký podíl vlastního kapitálu a nízký podíl úvěrů. Majetková struktura těchto společností vykazuje větší objem stálých aktiv. Oběžná aktiva jsou z velké části financována dlouhodobým kapitálem, což není v souladu se zlatým bilančním pravidlem, ale tato skutečnost poskytuje společnostem dostatečný zdroj prostředků v případě mimořádných situací.

Podniky pohybující se v tomto odvětví, sledují v rámci finanční analýzy zejména svoji rentabilitu, likviditu, produktivitu práce a vytvářenou přidanou hodnotu. Dalšími vhodnými ukazateli pro posouzení výkonnosti těchto společností jsou analýza úrovní zisku a analýza čistého pracovního kapitálu. Celkový pohled na finanční zdraví podniků potom přináší predikční modely.

V tabulce 2 jsou uvedeny odvětvové průměry vybraných finančních ukazatelů stavebnictví České Republiky za období 2014 – 2016 sestavené z údajů získaných na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Údaje za rok 2017 ještě nejsou v publikaci Stavebnictví České republiky zpracovány, proto jsou v tabulce uvedeny údaje za roky 2014 – 2016.

Tabulka 2: Odvětvové průměry vybraných finančních ukazatelů za období 2014 - 2016

Odvětvové průměry	Rok			
	Jednotky	2016	2015	2014
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	%	9,51%	9,57%	7,91%
Rentabilita tržeb (ROS)	%	7,99%	7,45%	6,49%
Běžná likvidita	index	1,67	1,64	1,51
Rychlá likvidita	index	1,41	1,40	1,29
Peněžní likvidita	index	0,44	0,44	0,36
Produktivita práce z přidané hodnoty na zaměstnance	Kč	814 346	857 981	696 033

Zdroj: upraveno podle (Stavebnictví České republiky 2017, 2018, s. 40 a 46)

4.2 Představení společnosti Hrochostroj a.s.

Společnost Hrochostroj je společností, s jejíž výkonností budou ostatní podniky srovnávány a pro kterou budou v závěru práce učiněna doporučení.

Společnost Hrochostroj vznikla v roce 2015 jako člen stavebního holdingu enteria. Holding enteria je seskupení firem zabývajících se všemi obory stavebnictví a společnost Hrochostroj svým předmětem činnosti zajišťuje potřebný kvalifikovaný personál a kolejovou mechanizaci pro výstavbu a údržbu železničního svršku a spodku. Hrochostroj se také specializuje na zprostředkování potřebných technologií od německého partnera, společnosti Schweerbau GmbH & Co. KG, pro celý český trh. Portfolio společnosti tvoří mechanizace pro zajištění činností při výstavbě a údržbě železničních tratí a stanic, tj. čištění šterkového lože, úprava GPK (směrová a výšková úprava kolejí a výhybek), dynamická stabilizace, úprava šterkového lože a svařování a broušení (O společnosti, 2018).

4.3 Finanční analýza společnosti Hrochostroj a.s.

Na základě údajů z účetních výkazů a dle zvolených elementárních metod byla provedena finanční analýza společnosti Hrochostroj. Prvním zvoleným ukazatelem je analýza různých úrovní zisku podniku. Analýza úrovní zisku byla zvolena z důvodu dobré vypovídací schopnosti jak pro srovnání období ve společnosti samotné, tak také pro srovnání mezipodnikové. Jednotlivé úrovně zisku a jejich podrobnější popis je uveden na Obrázku 2 a v kapitole 2.2.3 Poměrové ukazatele. Výsledky analýzy vyjádřené v absolutních i relativních hodnotách jsou uvedeny v Tabulce 3.

Tabulka 3: Analýza úrovní zisku společnosti Hrochostroj a.s.

	absolutní hodnoty v tis. Kč			relativní hodnoty		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
Hrochostroj a.s.						
EAT	266	4 397	2 750	0,19%	3,55%	3,29%
EBT	765	4 776	3 123	0,55%	3,86%	3,74%
EBIT	2 536	6 566	3 776	1,81%	5,31%	4,52%
EBDIT	17 551	17 578	9 780	12,52%	14,21%	11,70%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je patrný pokles zisku za účetní období po zdanění (EAT) a před zdaněním (EBT) od roku 2015 do roku 2017. Také zisk před úroky a zdaněním (EBIT) po mírném nárůstu v roce 2016 klesá. Zisk před úroky, zdaněním a odpisy EBDIT naopak v jednotlivých

obdobích roste. Příčinou je trvalá úprava hodnoty dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, dříve nazývaná odpisy. Odpisy jako nezdaněná část tržeb představují důležitý zdroj samofinancování podniku. Společnost od zahájení své činnosti v roce 2015 investovala do strojního vybavení, proto odpisy dlouhodobého majetku rostou. EBDIT forma zisku nezatížená kapitálovou strukturou a trvalou úpravou hodnoty dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku narostl zejména mezi roky 2015 a 2016. Příčinou stagnace růstu zisku na úrovni EBDIT v roce 2017 byla zejména zakázka „Brousící kampaň 2017“ pro SŽDC s. o. Společnost Hrochostroj na zakázkách broušení a svařování kolejnic spolupracuje s další členskou společností holdingu enteria, Chládek a Tintěra, divizí Svařování a německou společností Schweerbau GmbH & Co. KG v pozici subdodavatele. Tuto zakázku v roce 2017 však dodávala v pozici generálního dodavatele a to mělo velký vliv na růst výkonů společnosti při poměrně malé úrovni ziskovosti zakázky.

Rozdílový ukazatel čistý pracovní kapitál (ČPK) získaný rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých zdrojů vypovídá o velikosti finanční rezervy, která zajišťuje hladký průběh provozní činnosti v případě mimořádných událostí. Výše ČPK a jeho poměr vůči celkovým a oběžným aktivům je znázorněn v Tabulce 4. ČPK společnosti Hrochostroj a.s. dosahuje kladných hodnot a jeho poměr vůči celkovým aktivům je v rozmezí 5% až téměř 10%. Optimální výše ČPK a nejednoznačnost jejího stanovení byla blíže popsána v kapitole 2.2.2 Rozdílové ukazatele. Výše ČPK v roce 2016 se přibližuje doporučovaným hodnotám.

Tabulka 4: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti Hrochostroj a.s.

Hrochostroj a.s.	2017	2016	2015
Čistý pracovní kapitál v tis. Kč	10 251	25 011	9 510
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	5,04%	9,63%	7,48%
Čistý pracovní kapitál k oběžným aktivům	25,72%	35,13%	35,96%

Zdroj: vlastní zpracování

Dále je uveden výpočet poměrových ukazatelů rentability podniku, ukazatele rentability celkových aktiv a ukazatele rentability tržeb. Výsledky jsou uvedeny v Tabulce 5.

Tabulka 5: Poměrové ukazatele rentability společnosti Hrochostroj a.s.

Hrochostroj a.s.	2017	2016	2015
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	1,25%	2,53%	2,97%
Rentabilita tržeb (ROS)	0,19%	3,55%	3,29%

Zdroj: vlastní zpracování

Na výsledcích je zřejmý pokles rentability celkových aktiv od roku 2015 do roku 2017. Vliv na tento pokles mělo pořízení nových strojů a také generální opravy strojů dynamický stabilizátor DGS 62, šterkový pluh SSP 110 SW a svařovací vůz K 355 PT a tím jejich dočasné vyřazení z provozu. Rentabilita tržeb nejdříve rostla, její pokles v roce 2017 ovlivnila kromě generálních oprav a dočasného vyřazení mechanizace z provozu, již zmíněná zakázka „Brousící kampaň 2017“.

Tabulka 6 znázorňuje poměrové ukazatele likvidity. Doporučené intervaly hodnot pro běžnou likviditu jsou ve výši 1,6 - 2,5 a kritická hodnota ukazatele je 1. Společnost se pohybuje pod doporučenými ideálními hodnotami a v průběhu období klesají. Hodnoty však nejsou pod kritickou hranicí. Vliv na pokles běžné likvidity mezi roky 2016 a 2017 měl výraznější nákup skladových zásob od společnosti Schweerbau GmbH & Co. KG. Rychlá (pohotová) likvidita nepočítá s nejméně likvidní částí oběžných aktiv a to zásobami, její doporučené hodnoty se pohybují v intervalu 0,7 – 1. Interval doporučených hodnot pro peněžní (hotovostní) likviditu se pohybuje v rozmezí 0,2 – 0,5 v obou těchto ukazatelích podnik dosahuje bezproblémových hodnot. Celkově lze likviditu společnosti hodnotit jako dobrou.

Tabulka 6: Poměrové ukazatele likvidity společnosti Hrochostrój a.s.

Hrochostrój a.s.	2017	2016	2015
Běžná likvidita	1,35	1,54	1,56
Rychlá likvidita	1,11	1,38	1,50
Peněžní likvidita	0,25	0,64	0,63

Zdroj: vlastní zpracování

Posledními poměrovými ukazateli použitými ve finanční analýze vybraných společností jsou ukazatele produktivity práce, které jsou v rámci metod finanční analýzy řazeny mezi poměrové ukazatele aktivity, viz Tabulka 7. Byly vybrány z toho důvodu, že znázorňují efektivnost využití výrobního faktoru lidské práce. Ukazatel osobní náklady k přidané hodnotě vyjadřuje, kolik osobních nákladů vynaloží podnik na 1 Kč vytvořené přidané hodnoty. Zvyšování tohoto ukazatele v průběhu období způsobil nárůst počtu zaměstnanců a nižší tempo růstu přidané hodnoty v důsledku generálních oprav strojů a tím menších vlastních výkonů a nutnosti půjčovat stroje i s posádkami od dodavatelských společností. Přidaná hodnota představuje hodnotu vytvořenou v podniku a má velký vliv na jeho konkurenceschopnost. Ukazatel produktivity práce z přidané hodnoty zobrazuje výši přidané hodnoty podniku vytvořené jedním zaměstnancem. Také tento ukazatel zachycuje

pokles tempa růstu přidané hodnoty z výše uvedených důvodů. Podobně je tomu i ukazatele produktivity práce z tržeb, představujícího výši tržeb připadající na jednoho zaměstnance.

Tabulka 7: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti Hrochostroj a.s.

Hrochostroj a.s. v tis. Kč	2017	2016	2015
Osobní náklady k přidané hodnotě	0,619	0,584	0,457
Produktivita práce z přidané hodnoty	1 284	1 362	1 375
Produktivita práce z tržeb	3 337	4 125	4 399

Zdroj: vlastní zpracování

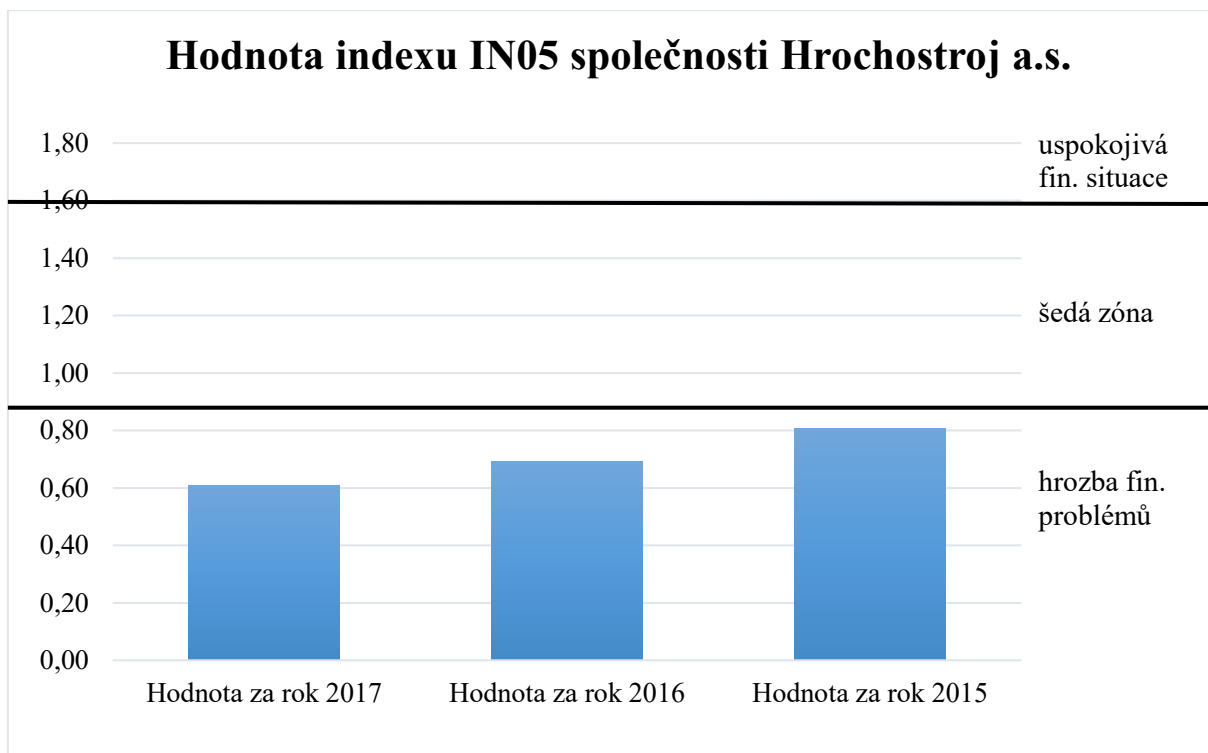
Dále byly pro analýzu a následnou komparaci společností zařazeny do vybraných ukazatelů modely včasné výstrahy neboli predikční modely. Konkrétně jeden model bonitní (Kralickův Q-test) a jeden model bankrotní (Index IN05). Konstrukce těchto modelů je podrobně popsána v kapitole 2.2.5 Predikční modely – Index IN05 a Kralickův Q-test. Tabulka 8 přináší výsledné hodnoty Indexu IN05.

Tabulka 8: Bankrotní model – Index IN05, společnost Hrochostroj a.s.

Označení poměrového ukazatele	Poměrový ukazatel	Hodnota za rok 2017	Hodnota za rok 2016	Hodnota za rok 2015
A x 0,13	aktiva/cizí kapitál	1,757	1,564	1,383
B x 0,04	EBIT/ nákladové úroky	1,432	3,668	5,783
C x 3,97	EBIT/celková aktiva	0,012	0,025	0,030
D x 0,21	celkové výnosy/celková aktiva	0,725	0,495	0,660
E x 0,09	oběžná aktiva/ krátkodobé závazky a úvěry	1,346	1,542	1,562
Hodnota indexu IN05		0,609	0,693	0,808

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledné hodnoty ukazuje přehledněji následující graf na Obrázku 7 s vyznačenými oblastmi hodnotící stupnice. Výsledné hodnoty indexu IN05 se dle hodnotící stupnice indexu manželů Neumaierových pohybují v oblasti hrozby finančních problémů. Podstatný vliv na výsledné hodnoty má ukazatel s nejvyšší váhou hodnotící celkovou rentabilitu aktiv, v tomto ukazateli podnik nedosahuje příliš dobrých výsledků z důvodů již zmíněných. Společnost pořizuje nové stroje, provádí repase a regenerace těch starších, a přestože dosahuje kladného hospodářského výsledku, je zisk vůči objemu aktiv nedostatečný.



Obrázek 7: Hodnota indexu IN05 společnosti Hrochostroj a.s.

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty Kralickova Q-testu jsou uvedeny v Tabulce 9. Na rozdíl od indexu IN05 vychází nejpříznivěji rok 2016. Finanční stabilita podniku je hodnocena velmi dobře, výnosová situace podniku pouze dobře.

Tabulka 9: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost Hrochostroj, a.s.

Ukazatel	Hodnota za rok 2017	Známka 2017	Hodnota za rok 2016	Známka 2016	Hodnota za rok 2015	Známka 2015
Kvóta vlastního kapitálu	42,55%	1	33,21%	1	25,75%	2
Doba splácení dluhu z CF (v letech)	12,48	4	6,78	3	7,48	3
Finanční stabilita podniku		2,5		2		2,5
Cash flow v % tržeb	6,19%	3	16,28%	1	13,00%	1
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	1,25%	4	2,53%	4	2,97%	4
Výnosová situace podniku		3,5		2,5		2,5
Celkové hodnocení		3		2,25		2,5

Zdroj: vlastní zpracování

4.4 Představení společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

Společnost GJW Praha, spol. s r.o. vznikla spojením několika podnikatelských subjektů v roce 1991. „V roce 2007 došlo ke změně vlastnické struktury a v současné době je kromě společnosti Leonhard Weiss GmbH & Co. KG a EUROVIA CS, a. s. spolumajitelem společnosti Ing. Milan Koudelka“ (Vznik a vývoj. GJW Praha, 2018). Předmětem činnosti podniku jsou stavby a modernizace železničních tratí, provozování drážní dopravy, pronájem stavebních strojů, projekční práce a realizace neželezničních staveb.

4.5 Finanční analýza společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

Zdrojem informací pro sestavení finanční analýzy společnosti GJW. byly Výroční zprávy společnosti z let 2015 – 2017. Analýzu jednotlivých úrovní zisku zachycuje Tabulka 10. Z tabulky je zřejmé, že jednotlivé úrovně zisku společnosti GJW nejsou natolik diferencované jako v případě společnosti Hrochostroj, i z toho důvodu, že podnik GJW neplatí nákladové úroky, nevyužívá pro své financování bankovních či jiných úvěrů. Po velmi úspěšném a objemem zakázek mimořádném roce 2015, kdy vlivem končícího období finanční podpory z fondů Evropské unie v podobě Operačního programu doprava (OPD), přichází klidnější rok 2016 s mírným poklesem ziskovosti. V roce 2017 i přes stále trvající útlum v oblasti železniční výstavby společnost předčila ziskovost z roku 2015.

Tabulka 10: Analýza úrovní zisku společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

GJW Praha, spol. s r.o.	absolutní hodnoty v tis. Kč			relativní hodnoty		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
EAT	64 004	56 722	118 904	7,07%	5,23%	6,83%
EBT	77 412	68 567	145 432	8,55%	6,32%	8,36%
EBIT	77 412	68 567	145 735	8,55%	6,32%	8,38%
EBDIT	106 077	90 505	164 504	11,71%	8,34%	9,46%

Zdroj: vlastní zpracování

Čistý pracovní kapitál společnosti uvedený v Tabulce 11 dosahuje velmi vysokých hodnot, jeho poměr k oběžným aktivům v roce 2017 dosahuje 73,4%. To znamená, že větší část oběžných aktiv je financována dlouhodobými zdroji. Tato skutečnost zajišťuje podniku velké množství volných finančních prostředků, které může využít pro svůj provoz, ale také podstatně zvyšuje cenu kapitálu použitého na financování podniku.

Tabulka 11: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

GJW Praha, spol. s r.o.	2017	2016	2015
Čistý pracovní kapitál v tis. Kč	312 137	350 453	351 095
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	49,28%	43,42%	48,83%
Čistý pracovní kapitál k oběžným aktivům	73,40%	54,81%	64,19%

Zdroj: vlastní zpracování

Poměrové ukazatele rentability v Tabulce 12 ukazují mimořádnou rentabilitu aktiv v roce 2015, způsobenou již zmíněným velkým objemem zakázek a dosaženým mimořádným výsledkem hospodaření v tomto roce. Také v roce 2017 se podniku dařilo velmi efektivně využít svých aktiv a rentabilita tržeb byla nejvyšší za zkoumané období. Příčinou vyšší rentability tržeb je snižování nákladů zejména v oblasti služeb. Společnost klade důraz na využívání vlastního technického vybavení, do jeho rozšiřování a zkvalitňování pravidelně investuje. V roce 2016 dokončila výstavbu vlastní haly pro kolejovou mechanizaci, to znamenalo úsporu nákladů na pronájem prostor pro opravy a údržbu mechanizace (Výroční zpráva společnosti GJW Praha, spol. s r. o., 2017, s. 11).

Tabulka 12: Poměrové ukazatele rentability společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

GJW Praha, spol. s r.o.	2017	2016	2015
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	12,22%	8,50%	20,27%
Rentabilita tržeb (ROS)	7,07%	5,23%	6,83%

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost GJW převyšuje ve všech třech druzích likvidity doporučené hodnoty. Podstatnou část oběžných aktiv společnosti tvoří peněžní prostředky a krátkodobé pohledávky, tedy nejlikvidnější části oběžného majetku. Likviditu podniku lze hodnotit jako velmi dobrou, viz Tabulka 13.

Tabulka 13: Poměrové ukazatele likvidity společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

GJW Praha, spol. s r.o.	2017	2016	2015
Běžná likvidita	3,76	2,21	2,79
Rychlá likvidita	3,07	2,01	2,59
Peněžní likvidita	2,25	0,90	1,21

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele produktivity práce jsou uvedeny v Tabulce 14. Rok 2015 opět přináší nejvyšší hodnoty, způsobené nadprůměrným obratem a s ním souvisejícím vyšším

hospodářským výsledkem a přidanou hodnotou než v ostatních obdobích. Úbytek produktivity práce z tržeb mezi roky 2016 a 2017 způsobilo snížení objemu tržeb.

Tabulka 14: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti GJW Praha, spol. s r. o.

GJW Praha, spol. s r.o. v tis. Kč	2017	2016	2015
Osobní náklady k přidané hodnotě	0,491	0,540	0,353
Produktivita práce z přidané hodnoty	1 358	1 219	1 842
Produktivita práce z tržeb	5 296	6 167	9 999

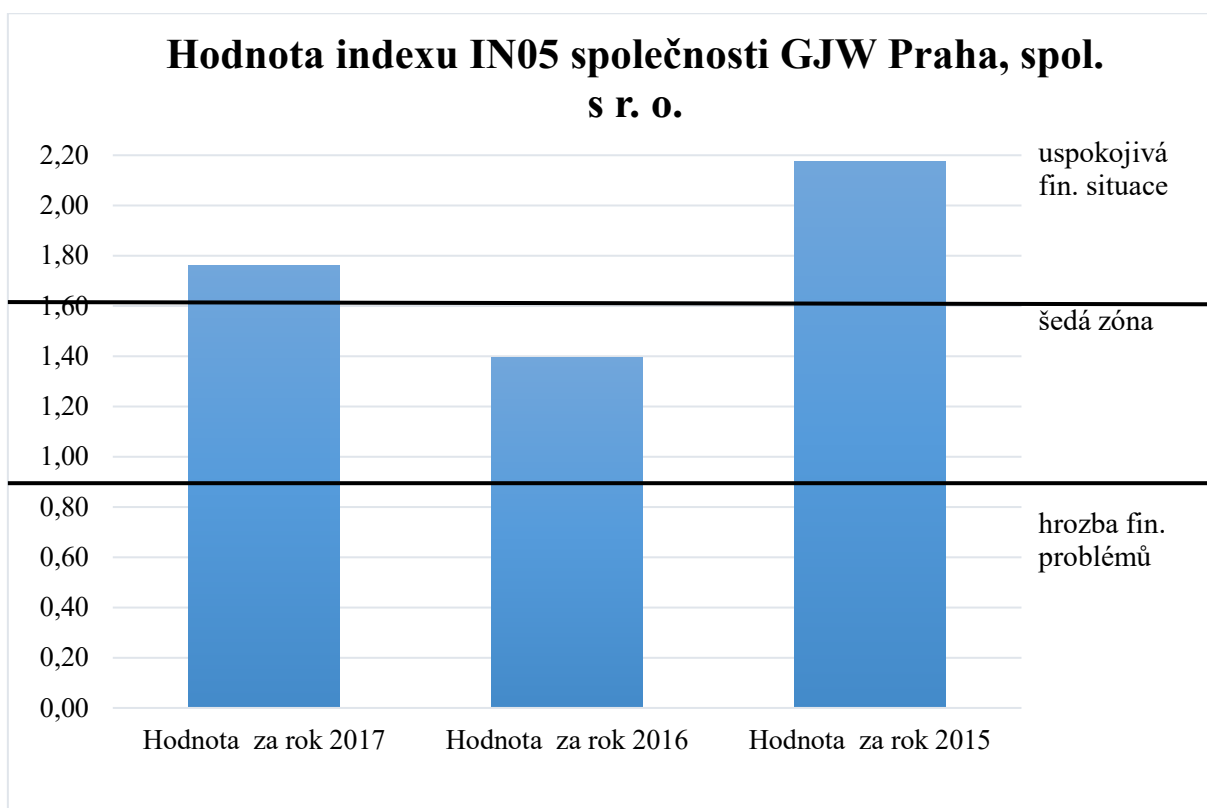
Zdroj: vlastní zpracování

Dalšími ukazateli finanční analýzy jsou predikční modely. Výsledky bankrotního modelu IN05 jsou uvedeny v Tabulce 15 a ve formě grafu na Obrázku 8. Společnost GJW nevyužívá ke svému financování bankovní úvěr, proto skutečné hodnoty poměrového ukazatele ($B = \text{EBIT} / \text{nákladové úroky} * 0,04$) dosahovaly extrémně vysokých hodnot nebo neexistovaly z důvodu velmi nízkých nebo nulových nákladových úroků. V takových případech stanovují autoři modelu manželé Neumaierovi maximální hodnotu tohoto ukazatele 9, jak bylo popsáno v kapitole 2.2.5 Predikční modely – Index IN05 a Kralickův Q-test. Dle hodnotící stupnice dosahuje společnost uspokojivé finanční situace pouze v roce 2015 a 2017. Výsledek roku 2016 se nachází v šedé zóně nevyhraněných výsledků. Model Index IN05 není pro hodnocení podniku GJW svou konstrukcí vhodný, pro mezipodnikové srovnání bude jeho využití přínosnější.

Tabulka 15: Bankrotní model – Index IN05, společnost GJW Praha, spol. s r.o.

Označení poměrového ukazatele	Poměrový ukazatel	Hodnota za rok 2017	Hodnota za rok 2016	Hodnota za rok 2015
A x 0,13	aktiva/cizí kapitál	2,022	1,628	1,823
B x 0,04	EBIT/ nákladové úroky	#DĚLENÍ_NULOU!	#DĚLENÍ_NULOU!	480,974
B x 0,04	EBIT/ nákladové úroky - UPRAVENO	9,000	9,000	9,000
C x 3,97	EBIT/celková aktiva	0,122	0,085	0,203
D x 0,21	celkové výnosy/celková aktiva	1,505	1,373	2,478
E x 0,09	oběžná aktiva/ krátkodobé závazky a úvěry	3,759	2,213	2,793
Hodnota indexu IN05		#DĚLENÍ_NULOU!	#DĚLENÍ_NULOU!	21,052
Hodnota indexu IN05 - UPRAVENO		1,762	1,396	2,173

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 8: Hodnota indexu IN05 společnosti GJW spol. s r.o.

Zdroj: vlastní zpracování

Zatímco bankrotní model Index IN05 neposkytuje společnosti GJW Praha, spol. s r. o. uspokojivé hodnocení zejména vlivem zkreslení výsledků hodnotou poměrového ukazatele úrokového krytí, tak bonitní model Kralickův Q-test přináší hodnocení velmi kladné. Finanční stabilita podniku dosahuje nejvyššího hodnocení 1 a výnosová situace podniku je také dle modelu v Tabulce 16 velmi dobrá.

Tabulka 16: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost GJW Praha, spol. s r. o.

Ukazatel	Hodnota za rok 2017	Známka za rok 2017	Hodnota za rok 2016	Známka za rok 2016	Hodnota za rok 2015	Známka za rok 2015
Kvóta vlastního kapitálu	49,00%	1	38,58%	1	45,15%	1
Doba splácení dluhu z CF (v letech)	0,58	1	2,66	1	1,22	1
Finanční stabilita podniku		1		1		1
Cash flow v % tržeb	28,13%	1	24,06%	1	13,63%	1
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	12,22%	2	8,50%	3	20,27%	1
Výnosová situace podniku		1,5		2		1
Celkové hodnocení		1,25		1,5		1

Zdroj: vlastní zpracování

4.6 Představení společnosti STRABAG Rail a.s.

Společnost STRABAG Rail a.s. byla založena v roce 2001 a původně nesla název Viamont DSP a.s. V roce 2010 se stala součástí nadnárodního koncernu STRABAG a.s. a od 1. 1. 2017 se jmenuje STRABAG Rail a.s. Předmětem činnosti společnosti je dopravní stavitelství, zaměřuje se na výstavby železniční infrastruktury zahrnující realizaci železničního svršku, železničního spodku, trakce a silnoproudých rozvodů. Na stavbách využívá vlastní kolejovou mechanizaci a nejmodernější technologie. Svoje portfolio stále rozšiřuje v oblasti staveb pozemních, vodohospodářských a ekologických. Společnost dále provozuje nákladní železniční dopravu a její významnou součástí je montážní základna kolejového svršku v Chabařovicích (Portrét společnosti, 2015).

4.7 Finanční analýza společnosti STRABAG Rail a.s.

Zdrojem informací pro sestavení finanční analýzy společnosti STRABAG Rail a.s. byly Výroční zprávy společnosti z let 2015 – 2017. Nejvyšších úrovní zisku dosahovala společnost dle Tabulky 17 v roce 2016. Na hodnotách zisku na úrovni EBT a EBIT je zřejmé, že podnik STRABAG Rail platí velmi malé nebo žádné nákladové úroky, svoji činnost financuje bez použití bankovních úvěrů. Rok 2016 nedosahoval obrátu roku 2015, ale vlivem konzervativní cenové politiky a důsledné kontroly režijních nákladů bylo dosaženo vyšší ziskovosti (Výroční zpráva společnosti STRABAG Rail a.s., 2017, s. 3).

Tabulka 17: Analýza úrovní zisku společnosti STRABAG Rail a.s.

	absolutní hodnoty v tis. Kč			relativní hodnoty		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
STRABAG Rail a.s.						
EAT	134 115	225 604	253 879	4,62%	4,81%	3,96%
EBT	166 625	279 135	313 897	5,74%	5,95%	4,90%
EBIT	166 628	279 148	316 189	5,74%	5,95%	4,93%
EBDIT	215 656	377 505	378 188	7,43%	8,05%	5,90%

Zdroj: vlastní zpracování

Čistý pracovní kapitál společnosti STRABAG Rail a.s. uvedený v Tabulce 18 dosahuje vysokých hodnot. Stejně jako společnost GJW disponuje STRABAG Rail velkým množstvím volných prostředků, které může využívat v případě mimořádných situací v průběhu realizace staveb a ostatní provozní činnosti. Jak již bylo řečeno, nevýhodou takto velkého finančního polštáře, je vyšší cena kapitálu použitého na financování oběžných aktiv.

Tabulka 18: Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti STRABAG Rail a.s.

STRABAG Rail, a.s.	2017	2016	2015
Čistý pracovní kapitál v tis. Kč	1 410 404	1 698 030	1 375 827
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	55,92%	48,51%	29,31%
Čistý pracovní kapitál k oběžným aktivům	66,36%	55,96%	33,12%

Zdroj: vlastní zpracování

V Tabulce 19 jsou uvedeny výsledky rentability celkových aktiv a tržeb společnosti. Přestože rok 2015 byl rokem s největším objemem zakázek, dokázala společnost nejlépe zhodnotit svá aktiva i tržby v roce 2016.

Tabulka 19: Poměrové ukazatele rentability společnosti STRABAG Rail a.s.

STRABAG Rail, a.s.	2017	2016	2015
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	6,61%	7,98%	6,73%
Rentabilita tržeb (ROS)	4,62%	4,81%	3,96%

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty poměrových ukazatelů likvidity podniku se pohybují v rozmezí doporučených hodnot. Rychlá likvidita doporučené hodnoty překračuje, důvodem je poměrně nízký objem zásob. Poměrové ukazatele likvidity společnosti jsou uvedeny v Tabulce 20.

Tabulka 20: Poměrové ukazatele likvidity společnosti STRABAG Rail a.s.

STRABAG Rail, a.s.	2017	2016	2015
Běžná likvidita	2,97	2,27	1,50
Rychlá likvidita	2,62	2,06	1,36
Peněžní likvidita	0,40	0,46	0,46

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 21 obsahuje výsledné hodnoty poměrových ukazatelů produktivity práce společnosti. Hodnoty v průběhu let 2015 – 2017 klesají. Od roku 2015, který byl objemem práce pro všechny společnosti v oboru nadprůměrný, se tržby i vytvořená přidaná hodnota podniku snižují. Průměrné počty zaměstnanců zůstávají na stejné úrovni a to má za následek pokles produktivity práce a nárůst objemu osobních nákladů k přidané hodnotě.

Tabulka 21: Poměrové ukazatele produktivity práce společnosti STRABAG Rail a.s.

STRABAG Rail, a.s. v tis. Kč	2017	2016	2015
Osobní náklady k přidané hodnotě	0,593	0,339	0,292
Produktivita práce z přidané hodnoty	1 208	2 035	2 296
Produktivita práce z tržeb	7 575	11 114	15 822

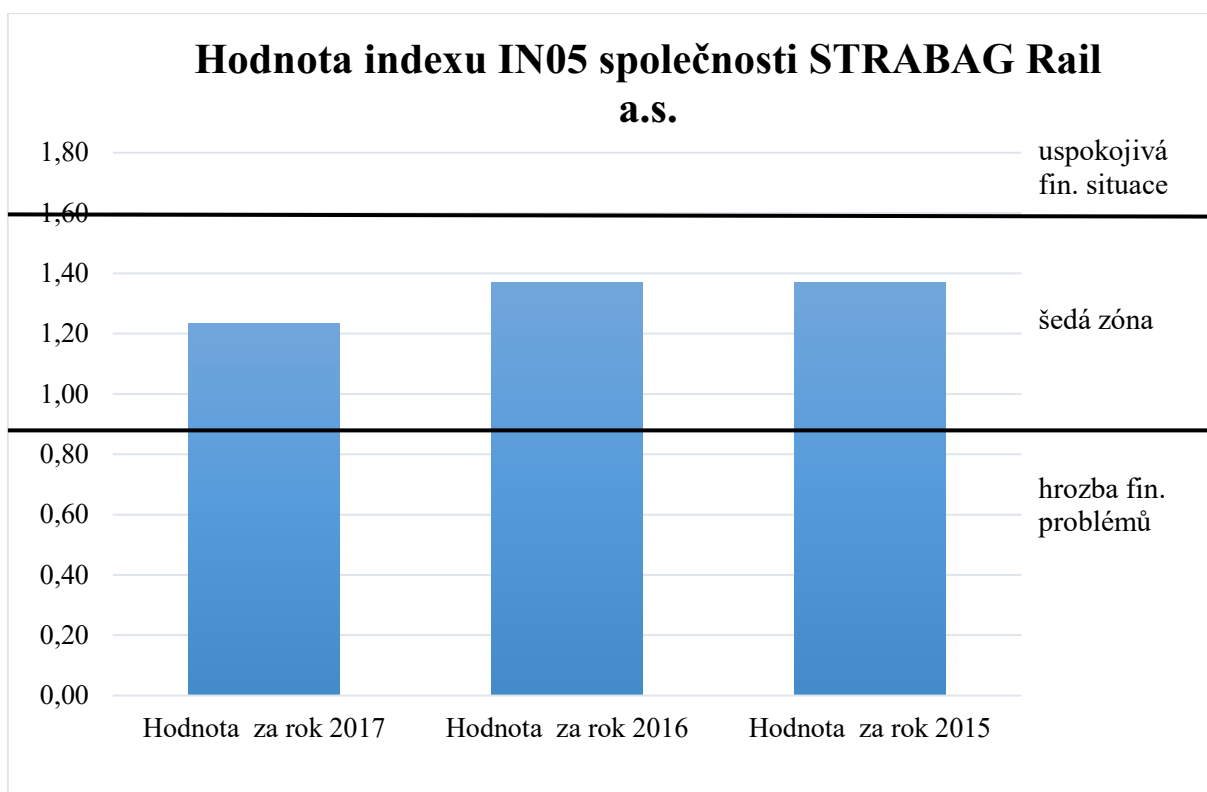
Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky bankrotního modelu Indexu IN05 v Tabulce 22 řadí společnost STRABAG Rail a.s. do oblasti šedé zóny nevyhraněných výsledků. Stejně jako v případě společnosti GJW byly výsledky ukazatele úrokového krytí upraveny a místo extrémně vysokých hodnot, které vykazoval, byla použita autory modelu doporučená hodnota 9. Grafické znázornění modelu je pro přehlednost uvedeno na Obrázku 9.

Tabulka 22: Bankrotní model – Index IN05, společnost STRABAG Rail a.s.

Označení poměrového ukazatele	Poměrový ukazatel	Hodnota za rok 2017	Hodnota za rok 2016	Hodnota za rok 2015
A x 0,13	aktiva/cizí kapitál	1,365	1,550	1,761
B x 0,04	EBIT/ nákladové úroky	55 542,667	21 472,923	137,953
B x 0,04	EBIT/ nákladové úroky - UPRAVENO	9,000	9,000	9,000
C x 3,97	EBIT/celková aktiva	0,067	0,080	0,066
D x 0,21	celkové výnosy/celková aktiva	1,410	1,367	1,197
E x 0,09	oběžná aktiva/ krátkodobé závazky a úvěry	1,495	2,271	2,973
Hodnota indexu IN05		2 222,582	859,927	6,528
Hodnota indexu IN05 - UPRAVENO		1,235	1,370	1,370

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 9: Hodnota indexu IN05 společnosti STRABAG Rail a.s.

Zdroj: vlastní zpracování

Bonitní model – Kralickův Q-test a jeho výsledky v Tabulce 23 hodnotí společnost průměrně. Lepších výsledků dosahuje STRABAG Rail v hodnocení finanční stability podniku než v hodnocení výnosové situace, příčinou je zejména nízká rentabilita celkového kapitálu.

Tabulka 23: Bonitní model – Kralickův Q-test, společnost STRABAG Rail a.s.

Ukazatel	Hodnota za rok 2017	Známka za rok 2017	Hodnota za rok 2016	Známka za rok 2016	Hodnota za rok 2015	Známka za rok 2015
Kvóta vlastního kapitálu	42,64%	1	34,04%	1	24,83%	2
Doba splácení dluhu z CF (v letech)	12,34	4	12,15	4	3,75	2
Finanční stabilita podniku		2,5		2,5		2
Cash flow v % tržeb	9,91%	2	13,03%	1	19,78%	1
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	6,61%	4	7,98%	4	6,73%	4
Výnosová situace podniku		3		2,5		2,5
Celkové hodnocení		2,75		2,5		2,25

Zdroj: vlastní zpracování

5 MEZIPODNIKOVÉ SROVNÁNÍ VYBRANÝCH UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

V následujících kapitolách je provedeno srovnání výsledků vybraných finančních ukazatelů jednotlivých podniků za roky 2015 – 2017 a za roky 2015 a 2016 jsou také porovnány dosažené výsledky ukazatelů společností s odvětvovými průměry. Jako nástroj pro srovnání jednotlivých výsledků je použita grafická metoda nazývaná spider analýza a její nástroj spider graf. Pro přehlednost a vypovídací schopnost spider grafu jsou některé ukazatele vypuštěny a jednotky některých ukazatelů upraveny. Z analýzy různých úrovní výsledků hospodaření je pro srovnání použit pouze zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBDIT) a z okruhu poměrových ukazatelů produktivity práce je srovnávána produktivita práce z přidané hodnoty. Úprava jednotek ukazatelů pro zachování přiměřeného intervalu hodnot ve spider grafu zaručující jeho přehlednost, je provedena následujícím způsobem:

- hodnoty ukazatelů zisk před úroky odpisy a zdaněním (EBDIT), čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům, rentabilita celkových aktiv a rentabilita tržeb jsou vypočteny v procentech, ale v grafu uvedeny 10x menší (0,1%),
- hodnota ukazatele produktivita práce z přidané hodnoty je uvedena v mil. Kč,
- hodnotící stupnice Kralickova Q-testu je minimalizační, její hodnocení je známkami od 1 do 5, z toho důvodu byla vytvořena stupnice maximalizační viz Tabulka 24,
- hodnoty ukazatelů IN 05 a všech typů likvidit odpovídají původnímu výpočtu.

Tabulka 24: Stupnice hodnocení Q-testu pro spider graf

Celkové hodnocení Kralickova Q-testu	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50
Hodnoty upravené pro spidergraf	3,00	2,80	2,60	2,40	2,20	2,00	1,80	1,60	1,40	1,20	1,00

Zdroj: vlastní zpracování

5.1 Mezipodnikové srovnání za rok 2015

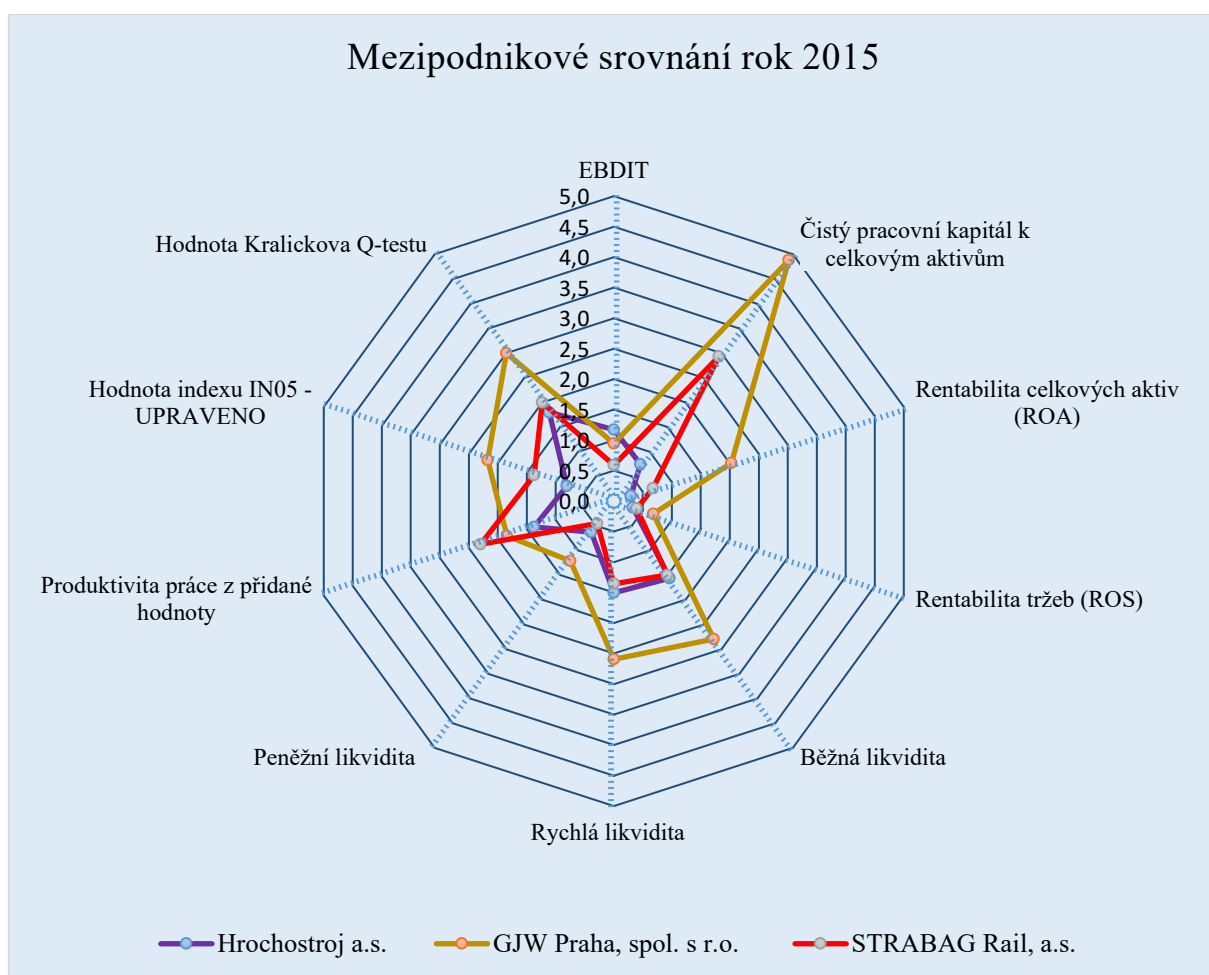
Rok 2015 byl na trhu železničních staveb ve znamení extrémních výkonů. V důsledku končícího období Operačního programu doprava vypisovala SŽDC s. o. velké množství zakázek a vyvíjela tlak na dočerpání prostředků z evropských fondů. Společnosti pohybující se na trhu se snažily využít příležitosti a naplňovaly své kapacity až k jejich produkčním hranicím. Ve výsledcích finanční analýzy je tato skutečnost zřetelná zejména na rentabilitě celkových aktiv a produktivitě práce z přidané hodnoty. Společnost Hrochostroj byla v roce 2015 založena, její vstup na trh v tomto pro železniční stavitelství mimořádném roce byl jistě dobrým obchodním tahem. V roce 2015 si nejlépe vedla společnost GJW, v Tabulce 25 a na Obrázku 10 jsou hodnoty ukazatelů této společnosti nejvyšší s výjimkou produktivity práce z přidané hodnoty, kde dosáhla vyšší hodnoty společnost STRABAG Rail. Společnost Hrochostroj dosahuje v mezipodnikovém srovnání nejnižších výsledků, pouze hodnota ukazatele EBDIT převyšuje obě srovnávané společnosti a hodnoty všech úrovní likvidit jsou v tomto roce mírně vyšší než ty, kterých dosahuje společnost STRABAG Rail.

V porovnání s odvětvovými průměry uvedenými v Tabulce 2 vybrané společnosti téměř ve všech případech převyšují odvětvové průměry v oblasti likvidity a v ukazateli produktivity práce z přidané hodnoty na zaměstnance dosahují výrazně vyšších hodnot, u podniku GJW a STRABAG Rail činí produktivity práce i více než dvojnásobek odvětvových průměrů. Co se týká porovnání rentabilit vybraných společností a průměru odvětví, výrazného výsledku dosahuje pouze podnik GJW, kdy rentabilitou celkových aktiv ve výši 20,3 % značně převyšuje odvětvových 9,57%. Ostatní výsledky rentabilit zůstávají pod průměrnými hodnotami odvětví.

Tabulka 25: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2015

Rok	2015			
Ukazatel	Jednotky	Hrochostrój a.s.	GJW Praha, spol. s r.o.	STRABAG Rail, a.s.
EBDIT	0,1%	1,17	0,95	0,59
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	0,1%	0,75	4,88	2,93
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	0,1%	0,30	2,03	0,67
Rentabilita tržeb (ROS)	0,1%	0,33	0,68	0,40
Běžná likvidita	index	1,56	2,79	1,50
Rychlá likvidita	index	1,50	2,59	1,36
Peněžní likvidita	index	0,63	1,21	0,46
Produktivita práce z přidané hodnoty na změst.	mil. Kč	1,38	1,84	2,30
Hodnota indexu IN05	index	0,808	2,173	1,370
Hodnota Kralickova Q-testu	viz Tab 26	1,800	3,000	2,000

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 10: Spider analýza rok 2015

Zdroj: vlastní zpracování

5.2 Mezipodnikové srovnání za rok 2016

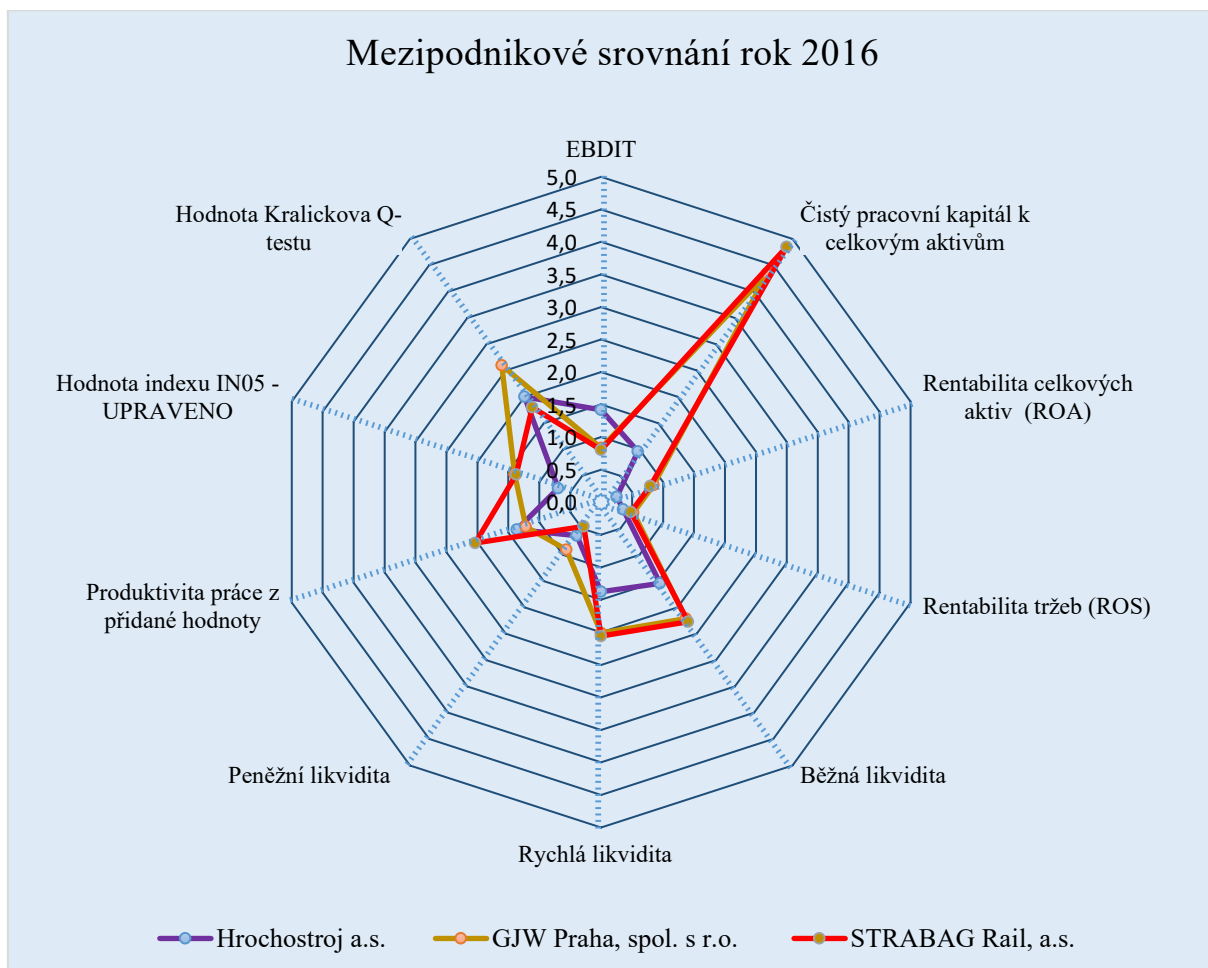
V roce 2016 se podíl produkce stavebnictví na ekonomice České republiky vrátil po mimořádném roce 2015 do klesající tendence. Společnosti působící na trhu železniční výstavby dokončovaly zakázky z předchozího roku a soustředily se na naplnění svých kapacit a optimalizaci režijních nákladů. V tomto roce si celkově nejlépe vedla opět společnost GJW, přestože společnost STRABAG Rail se jejím výsledkům velmi přiblížila a v ukazatelích čistý pracovní kapitál a produktivita práce z přidané hodnoty dosáhla výsledků výrazně lepších, viz Tabulka 26 a Obrázek 11. Společnost Hrochostroj v roce 2016 investovala do pořízení nové kolejové techniky a upevnila své postavení na trhu. Výsledky společnosti Hrochostroj zaostávají za výsledky porovnávaných společností nejvýznamněji v ukazatelích rentabilit a čistého pracovního kapitálu. Ukazatele rentability společnosti Hrochostroj nedosahují hodnot srovnávaných společností z toho důvodu, že Hrochostroj v případě generálních oprav některých svých strojů, ztrácí velké objemy tržeb, které nelze nahradit jinými výkony.

Odvětvové průměry dosahují opět lepších hodnot v ukazatelích rentability aktiv i tržeb. Ukazatel produktivity práce z přidané hodnoty na zaměstnance vybraných stavebních společností je i v roce 2016 vysoko nad odvětvovými průměry.

Tabulka 26: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2016

Rok	2016				
	Ukazatel	Jednotky	Hrochostruj a.s.	GJW Praha, spol. s r.o.	STRABAG Rail, a.s.
EBDIT	0,1%		1,42	0,83	0,80
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	0,1%		0,96	4,34	4,85
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	0,1%		0,25	0,85	0,80
Rentabilita tržeb (ROS)	0,1%		0,36	0,52	0,48
Běžná likvidita	index		1,54	2,21	2,27
Rychlá likvidita	index		1,38	2,01	2,06
Peněžní likvidita	index		0,64	0,90	0,46
Produktivita práce z přidané hodnoty na změst.	mil. Kč		1,36	1,22	2,04
Hodnota indexu IN05	index		0,693	1,396	1,370
Hodnota Kralickova Q-testu	viz Tab 26		2,000	2,600	1,800

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 11: Spider analýza rok 2016

Zdroj: vlastní zpracování

5.3 Mezipodnikové srovnání za rok 2017

V roce 2017 zaznamenalo odvětví stavebního průmyslu růst produkce zásluhou stavitelství pozemního, podíl produkce železničního stavitelství zůstává v klesající tendenci. Největší plochu spider grafu na Obrázku 12 zaujímají výsledné hodnoty finančních ukazatelů společnosti GJW. Pouze v ukazateli čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům ji předběhla společnost STRABAG Rail a v ukazateli zisku na úrovni EBDIT společnost Hrochostrój. Společnost Hrochostrój dosahuje ve všech srovnávaných účetních obdobích nejvyšší hodnoty ukazatele EBDIT, důvodem jsou vysoké hodnoty odpisů (trvalé úpravy hodnoty dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku). Odpisy nevyjadřují pouze opotřebením dlouhodobého majetku, jsou také důležitou složkou samofinancování podniku, jsou nákladem, ale ne výdajem, jejich celková výše zůstává podniku k dispozici ať pro financování běžného chodu, tak pro dlouhodobé investice. Záleží proto, na jaké úrovni zisku porovnáváme rentabilitu tržeb. Rentabilita tržeb dle poměrových ukazatelů finanční analýzy obvykle porovnává tržby na úrovni čistého zisku, tedy zisku po zdanění (EAT). Pro finanční management podniku je přínosnější informace o rentabilitě tržeb na úrovni zisku očištěného o daň z příjmu, nákladové úroky a odpisy. Velké objemy odpisů přináší informaci o tom, že společnost je mladá a tudíž její dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je nový nebo o tom, že společnost investuje a svůj dlouhodobý majetek obnovuje.

Na závěr komparace výsledků zvolených společností bude zajímavé porovnat hodnoty provozní páky, protože i tato informace je důležitá pro stanovení doporučení pro společnost Hrochostrój v závěru této práce. Průměrné hodnoty provozní páky, tedy poměru fixního a oběžného majetku zkoumaných společností za roky 2015 až 2017 vyjádřeného indexem je následující:

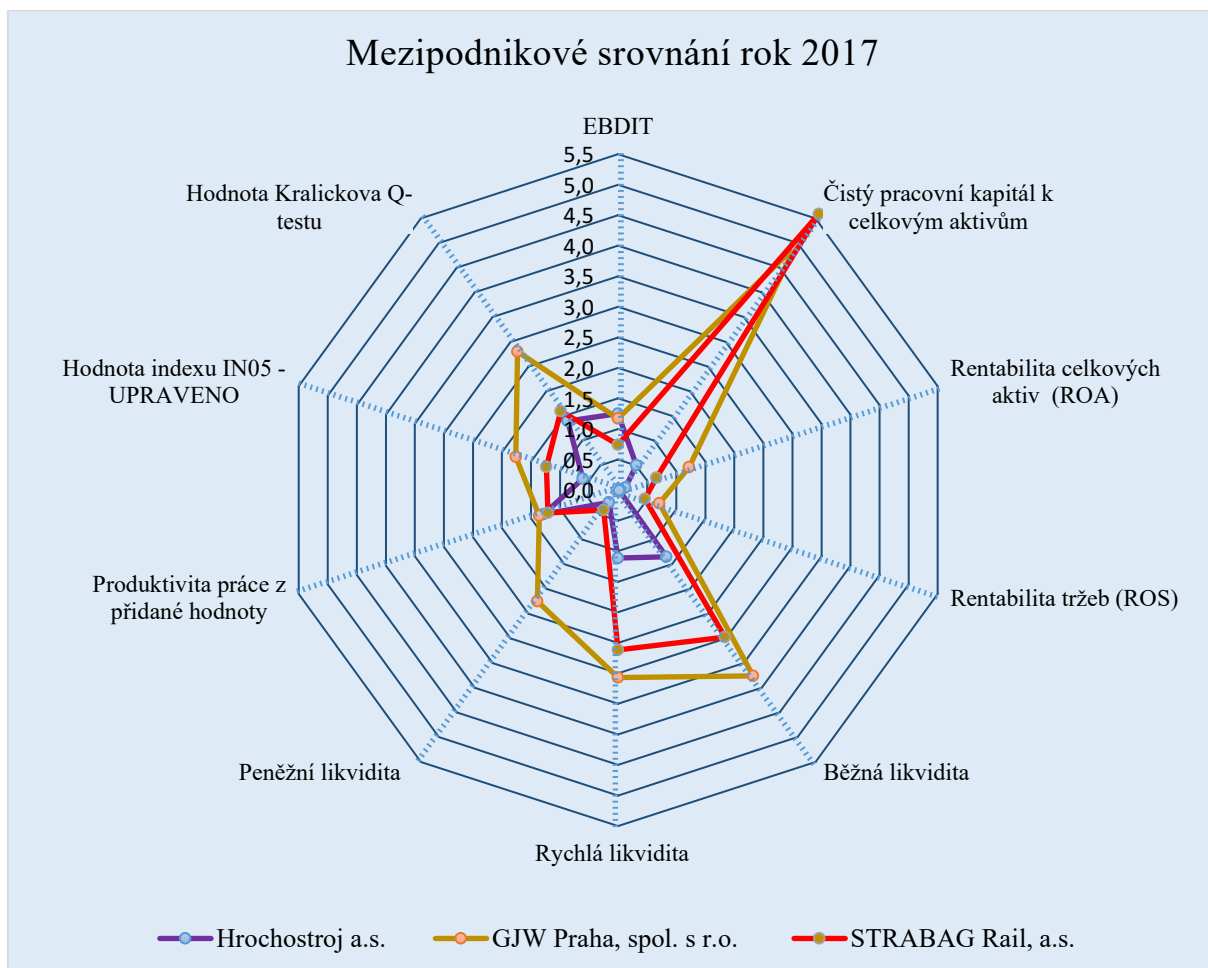
Hrochostrój a.s.	3,43
GJW, spol. s r.o.	0,35
STRABAG Rail, a.s.	0,14

Z těchto údajů vyplývá kapitálová náročnost společnosti Hrochostrój, hodnoty provozní páky jsou proti srovnávaným společnostem velmi vysoké, reflektují rozdíly v produkci společností. O společnostech kapitálově lehkých a těžkých a rozdílu dosahování ziskovosti těchto společností bylo blíže pojednáno v kapitole 1.2 Posouzení zdrojů financování, kapitálové a majetkové struktury podniku.

Tabulka 27: Mezipodnikové srovnání společností za rok 2017

Rok	2017				
	Ukazatel	Jednotky	Hrochostroj a.s.	GJW Praha, spol. s r.o.	STRABAG Rail, a.s.
EBDIT	0,1%		1,25	1,17	0,74
Čistý pracovní kapitál k celkovým aktivům	0,1%		0,50	4,93	5,59
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	0,1%		0,12	1,22	0,66
Rentabilita tržeb (ROS)	0,1%		0,02	0,71	0,46
Běžná likvidita	index		1,35	3,76	2,97
Rychlá likvidita	index		1,11	3,07	2,62
Peněžní likvidita	index		0,25	2,25	0,40
Produktivita práce z přidané hodnoty na změst.	mil. Kč		1,28	1,36	1,21
Hodnota indexu IN05	index		0,609	1,762	1,235
Hodnota Kralickova Q-testu	viz Tab 26		1,400	2,800	1,600

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 12: Spider analýza rok 2017

Zdroj: vlastní zpracování

ZÁVĚR

Cílem práce bylo porovnat ekonomickou situaci vybraných podniků pomocí finančních ukazatelů a na základě zjištěných poznatků formulovat doporučení pro konkrétní podnik. Komparace hodnot vybraných ukazatelů finanční analýzy přinesla informace o finančním zdraví porovnávaných podniků. Celkově nejlepších výsledků dosáhla společnost GJW, na druhém místě se umístila společnost STRABAG Rail a třetí skončila společnost Hrochostroj. Společnost Hrochostroj dosáhla neuspokojivých výsledků zejména v bankrotním modelu manželů Neumaierových IN05, kde se dle hodnotící stupnice nachází v zóně ohrožení, což je způsobeno zejména nízkou hodnotou rentability aktiv, jejíž ukazatel má v modelu nejvyšší váhu.

Doporučení pro společnost Hrochostroj vycházející z výsledků finanční analýzy se zaměřuje na zvyšování rentability. Cestou ke zvýšení rentability společnosti je maximální využívání kapacity strojů, zvyšování vlastních výkonů, neustálé zvyšování kvalifikace zaměstnanců a hledání odbytu i v zahraničí. Maximální využití strojů umožní jejich neustálá modernizace a péče o jejich bezporuchovost, dále také investice do nákupu nových strojů. Hrochostroj je společností kapitálově těžkou, její provozní páka dosahuje vysokých hodnot, což znamená, že ziskovosti dosahuje pomaleji, při vyšších objemech výroby než podniky kapitálově lehčí, ale za bodem zvratu má růst ziskovosti společnosti větší dynamiku. Fixní náklady společnosti, jejichž objem není závislý na objemu výroby, tvoří podstatnou část celkových nákladů. Z toho vyplývá, že od určitého počtu odpracovaných směn kolejové mechanizace přináší každá další směna vysoké zisky, protože variabilní náklady jsou nízké a fixní náklady jsou již uhrazeny. Cestou k růstu rentability je proto zvyšovat počty odpracovaných směn mechanizace, tedy zvyšovat objem produkce. Společnost Hrochostroj nesmí také zapomínat na své zaměstnance. Zvyšování jejich kvalifikace a jejich spokojenost jsou cestou k tvorbě přidané hodnoty podniku. Do budoucna lze na trhu práce očekávat stále větší nedostatek pracovníků v dělnických a řemeslných profesích, řešením tohoto problému může být automatizace či robotizace výroby. Další možností, jak zvyšovat vlastní výkony a tím i rentabilitu, je získání podílu na trhu také v zahraničí. Již v současné době pracuje kolejová bruska SPML 16-2 na Slovensku. Společnost Hrochostroj je na trhu železničních staveb teprve tři roky, tato doba není dostatečně dlouhá pro hlubší analýzu, její výsledky zatím kolísají a charakter odvětví je také cyklický, citlivý na hospodářský cyklus a na investiční strategie státu. Budoucí strategie společnosti Hrochostroj zahrnuje také možnost posílení její pozice vstupem dalšího akcionáře. Tímto akcionářem by mohla být silná

stavební společnost zabývající se železniční výstavbou, která ve svém portfoliu nevlastní kolejovou mechanizaci.

Existence společnosti Hrochostroj jako součásti stavebního holdingu enteria a.s. vytváří synergický efekt. Enteria a.s. poskytuje společnosti Hrochostroj finanční garance a personální, ekonomické, právní a PR (Public relations) služby. V prvních dvou letech její činnosti byly odbytové ceny za tyto služby pro Hrochostroj nastaveny velmi výhodně. Hrochostroj staví na první místo odběratele z členů holdingu, poskytuje jim exkluzivní dodací podmínky, směny svých strojů přizpůsobuje harmonogramům staveb prováděných holdingovými společnostmi - zejména se jedná o společnosti Chládek a Tintěra, Pardubice a.s. a Hroší stavby Morava a.s. Volné kapacity potom poskytuje ostatním odběratelům na trhu. Dále společnost Hrochostroj zvyšuje svým technickým vybavením konkurenceschopnost holdingových společností ve veřejných soutěžích na výstavbu železniční infrastruktury.

Pro dosažení podrobnějších a komplexnějších informací získaných mezipodnikovým srovnáním a hodnocením výkonnosti podniků by bylo vhodné využít také nefinančních ukazatelů. Mezi nefinanční ukazatele patří například klíčové faktory úspěchu koncepce Balanced Scorecard (BSC), která vedle finančních ukazatelů zavádí měřítka pro perspektivy zákaznické, zaměstnanecké a interních procesů. Implementací novely směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/95/EU ze dne 22. října 2014, kterou se mění směrnice 2013/34/EU, jsou některé velké podniky veřejného zájmu povinny jako součást výroční zprávy uvádět také nefinanční informace z oblasti environmentálních, sociálních a zaměstnaneckých otázek, dodržování lidských práv a boje proti korupci a úplatkářství (Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/95/EU, 2014). Pro ostatní podniky je uvádění těchto informací dobrovolné. Získání informací pro nefinanční analýzu a vytvoření měřítek k jejich hodnocení pro mezipodnikové srovnání je velmi náročné a proto hodnocení společností v této práci a formulace doporučení pro společnost Hrochostroj vycházely výlučně z charakteristiky odvětví a analýzy finanční.

POUŽITÁ LITERATURA

Analýza vývoje ekonomiky ČR za rok 2017, 2018. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Praha: MPO, 30. 7. 2018 [cit. 2018-10-28]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analyza-vyvoje-ekonomiky-cr-za-rok-2017--239095/>

Evropský parlament a Rada evropské unie. Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/95/EU ze dne 22. října 2014. In: *Úřední věstník Evropské unie*. 2014. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=celex%3A32014L0095>

HIGGINS, R., KOSKI J. a MITTON T., 2016. *Analysis for financial management*. International edition. New York: McGraw-Hill Education. 399 s. ISBN 978-981-4670-15-9.

KALOUDA, F., 2016. *Finanční analýza a řízení podniku*. 2. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. 315 s. ISBN 978-80-7380-591-3.

KARAS, M. a REŽŇÁKOVÁ M., 2017. The Potential of Dynamic Indicator in Development of the Bankruptcy Prediction Models: the Case of Construction Companies. In: *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* [online]. 12 s. [cit. 2018-10-28]. DOI: <https://doi.org/10.11118/actaun201765020641>. ISSN 2464-8310. Dostupné z: <https://acta.mendelu.cz/65/2/641/>

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., REMEŠ D., a ŠTEKER, K., 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. 232 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

KRALICEK, P., 1993. *Základy finančního hospodaření: bilance: účet zisků a ztrát: cash - flow: základy kalkulace: finanční plánování: systémy včasného varování*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Linde. New business line. ISBN 80-856-4711-7.

KUBÍČKOVÁ, D., JINDŘICHOVSKÁ, I., 2015. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. Praha: C. H. Beck, Beckova edice ekonomie. 368 s. ISBN 978-80-7400-538-1.

MAREŠ, D., 2017. *Nové trendy ve financích a ekonomice*. Praha: Wolters Kluwer. 220 s. ISBN 978-80-7552-920-6.

O SPOLEČNOSTI. *HROCHOSTROJ akciová společnost* [online], 2018. Pardubice. [cit. 2018-09-29]. Dostupné z: <http://www.hrochostroj.cz/profil/>

- PETŘÍK, T., 2005. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada. 372 s. ISBN 978-80-247-1046-4.
- Portrét společnosti. *STRABAG Rail a.s.* [online], 2015. Ústí nad Labem. [cit. 2018-11-17]. Dostupné z: <http://www.strabagrail.cz/index.html>
- RŮČKOVÁ, P., 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení. 152 s. ISBN 978-80-247-5534-2.
- SEDLÁČEK, J., 2011. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2014/95/EU: *kteřou se mění směrnice 2013/34/EU, pokud jde o uvádění nefinančních informací a informací týkajících se rozmanitosti některými velkými podniky a skupinami*. In: Úřední věstník Evropské unie, 2014, ročník 2014. Dostupné také z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=ES>
- Stavebnictví České republiky 2017, 2018. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Praha, 2018, s. 85. [cit. 2018-10-28]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/stavebnictvi-a-suroviny/informace-z-odvetvi/stavebnictvi-ceske-republiky-2017--235093/>
- STROUHAL, J., 2016. *Zveřejňování obchodních korporací*. Praha: Wolters Kluwer. Účetnictví (Wolters Kluwer). 224 s. ISBN 978-80-7552-157-6.
- STROUHAL, J., a BOKŠOVÁ, J., 2015. *Lexikon účetních pojmů: překlad z ČJ do AJ a NJ, výklad pojmů v ČJ, AJ a NJ, praktické příklady, účtový rozvrh*. Praha: Wolters Kluwer. 384 s. ISBN 978-80-7478-787-4.
- VÁCHAL, J., a VOCHOZKA., M., 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada. Finanční řízení. 688 s. ISBN 978-80-247-4642-5.
- Výroční zpráva společnosti GJW Praha, spol. s r. o. za rok 2015*, 2016. Praha **2015**. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=464390>
- Výroční zpráva společnosti GJW Praha, spol. s r. o. za rok 2016*, 2017. Praha **2016**. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=464390>
- Výroční zpráva společnosti GJW Praha, spol. s r. o. za rok 2017*, 2018. Praha **2017**. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=464390>

Výroční zpráva společnosti Hrochostraj a.s. za rok 2015, 2016. Pardubice 2015. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=866746>

Výroční zpráva společnosti Hrochostraj a.s. za rok 2016, 2017. Pardubice 2016. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=866746>

Výroční zpráva společnosti Hrochostraj a.s. za rok 2017, 2018. Pardubice 2017. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=866746>

Výroční zpráva společnosti STRABAG Rail a.s. za období od 1. 1. 2015 do 31. 12. 2015, 2016. Ústí nad Labem, 2015. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=264721>

Výroční zpráva společnosti STRABAG Rail a.s. za období od 1. 1. 2016 do 31. 12. 2016, 2017. Ústí nad Labem, 2016. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=264721>

Výroční zpráva společnosti STRABAG Rail a.s. za období od 1. 1. 2017 do 31. 12. 2017, 2018. Ústí nad Labem, 2017. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=264721>

Vznik a vývoj. GJW Praha [online]. 2018 [cit. 2018-10-05]. Dostupné z: <https://www.gjw-praha.cz/cs/vznik-a-vyvoj-c6.html>

Zákon č. 134/2016 o zadávání veřejných zakázek. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2016, částka 51. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2016-134>

Zákon č. 563/1991 o účetnictví. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 107. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>

Zákon č. 89/2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2012, částka 33. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>