

3. PŘÍSTUP FINANČNÍ ANALÝZY ORIENTOVANÝ NA EXTERNÍ UŽIVATELE ÚČETNÍCH INFORMACÍ

Platební schopnost podniku a analýza pracovního kapitálu

Základní pojmy

Likvidita – okamžitá schopnost podniku dostát svým závazkům

Solventnost – dlouhodobá likvidita

Likvidnost – schopnost majetku transformovat se na hotovost

Stupně likvidnosti (německá praxe):

- a) prostředky 1. stupně – hotovost, běžný účet, krátkodobé cenné papíry, atd.
- b) prostředky 2. stupně – pohledávky
- c) prostředky 3. stupně – zásoby

Možnosti úprav stupňů likvidnosti v domácích podmínkách (pohledávky x zásoby).

Ukazatelé krytí aktiv (stupeň krytí)

Základní pravidlo (ukazatel) – **zlaté pravidlo financování**:

- a) dlouhodobý majetek (stálá aktiva a trvalá složka oběžných aktiv) – dlouhodobé zdroje
- b) krátkodobý majetek (dočasná složka oběžných aktiv) – krátkodobé zdroje

stupeň krytí stálých aktiv vlastním kapitálem

= (vl. kapitál / stálá aktiva) * 100 = **min 75 %**

stupeň krytí stálých aktiv dl. zdroji

= ((vl. kapitál + dl. cizí zdroje) / stálá aktiva) * 100 = **min 100 %**

Standardy odpovídají německé praxi financování s **nulovým NWC** (silně agresivní???)

Poměrové ukazatele likvidity

Likvidity

„typické“ hodnoty

a) hotovostní (peněžní) likvidita

$$\text{likvidita I. stupně} = \frac{\text{pohotové peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad \text{min. } 0,2$$

varianta likvidity I. stupně

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{okamžitě splatné závazky}} \quad 0,9 - 1,1$$

b) pohotová likvidita (Acid Test Ratio)

$$\text{likvidita II. stupně} = \frac{\text{pohotové peněžní prostředky} + \text{pohledávky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad \text{cca } 1,-$$

c) běžná likvidita

$$\text{likvidita III. stupně} = \frac{\text{oběžný majetek celkem}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad 2,- + 2,5$$

3.1.4 Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital - NWC)

Ze dvou možností definičního vztahu pro NWC dáme přednost výrazu

$$\text{NWC} = \text{OA} - \text{krátkodobá pasiva}$$

- Pro $\text{NWC} > 0$ jde o **konzervativní strategii** financování podniku

Je znázorněna ve schématu 3.1. V tomto případě je dlouhodobými zdroji financován i krátkodobý majetek podniku, přičemž základní kapitál má krýt aktiva pro daná obor podnikání "typická" (jsou nejméně likvidní). Tato situace je sice

- **bezpečná** (dostatek dlouhodobých zdrojů snižuje riziko nedostatku finančních zdrojů), na druhé straně je však
- **relativně drahá** (dlouhodobé zdroje jsou dražší než zdroje krátkodobé).

Schéma 3.1 Konzervativní strategie financování podniku

oběžný majetek	krátkodobá pasiva
	net working capital
fixní majetek	dlouhodobá pasiva
	základní kapitál

- Pro $\text{NWC} < 0$ se podnik ubírá ve svém financování **agresivní strategií**.

Agresivní strategie je zachycena ve schématu 3.2. Spočívá v relativním nedostatku dlouhodobých pasiv, což vede k orientaci na převážně krátkodobé zdroje financování. Tato strategie je

- **riskantní** (možný výpadek krátkodobých zdrojů může ohrozit stabilitu podniku – leasing), na druhé straně však je pro ni typická
- **nízká cena zdrojů** (krátkodobé zdroje jsou levnější než zdroje dlouhodobé).

Schéma 3.2 Agresivní strategie financování podniku

fixní aktiva	dlouhodobá pasiva
	net working capital
oběžná aktiva	krátkodobá pasiva

- **Pro NWC = 0** je teoreticky možná strategie **neutrální**

Ta je teoreticky i prakticky méně zajímavá, neboť jde vlastně o možný krajní stav obou základních strategií financování.

Analýza hospodářského výsledku a ukazatele rentability

Kategorie výsledku hospodaření

a) Domácí praxe (dle struktury výsledovky)

- Provozní výsledek hospodaření
- Finanční výsledek hospodaření
- Výsledek hospodaření za běžnou činnost
- Mimořádný výsledek hospodaření

Možné úpravy výsledovky pro potřeby FA.

b) Praxe USA (anglosaská – USA + GB)

Tržby (= Výroba)

- náklady bez odpisů, úroků a daní
- = **EBDIT** (zisk před odpisy, úroky a daněmi)
- odpisy
- = **EBIT** (zisk před úroky a daněmi) = Operating Profit (USA) = **provozní zisk**
- nákladové úroky
- = **EBT** (zisk před zdaněním) = Operating Profit (GB)
- daň z příjmů
- = **EAT** (zisk po zdanění)

Ukazatelé rentability

Pod pojmem rentabilita uvažujeme výnosnost vloženého kapitálu (v různých variantách). Obvykle jde o typicky mezi výkazové ukazatele (kapitál z rozvahy a zisk z výsledovky).

- obecně:

$$\frac{\text{zisk (čistý, upravený)}}{\text{vložený kapitál}}$$

- ve variantách:

a) rentabilita celkového vložený kapitál (ÚVK, RÚVK)

$$\text{RÚVK (ROCE)} = \frac{\text{čistý zisk po zdanění + úroky (1 - \% zdanění)}}{\text{ÚVK} = \emptyset = \frac{\text{počáteční hodnota ÚVK} + \text{konečná hodnota ÚVK}}{2}}$$

Variantně (vlastní jmění = vlastní kapitál):

$$= \frac{\text{čistý zisk po zdanění (před vyplacením prioritních dividend)}}{\text{vlastní jmění + dlouhodobé závazky}}$$

$$\text{ROCE} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{Ú} * (1 - \text{daňová sazba})}{\text{vlastní jmění + dlouhodobé závazky}}$$

Ukazatel ROCE definuje tedy rentabilitu dlouhodobého investičního kapitálu (Return on Capital Employment).

b) Rentabilita vloženého kapitálu (VK, RVK)

$$\text{RVK (ROE)} = \frac{\text{čistý zisk po zdanění}}{\text{vlastní jmění (jmění akcionářů)}}$$

Tento ukazatel je přes multiplikátor jmění akcionářů spojen i s následujícím ukazatelem ROA (Return on Assets). Lze tedy nazírat na ukazatele ROA a ROE jako na ukazatele **do jisté míry** alternativní.

$$\text{ROA} = \frac{\text{čistý zisk po zdanění (a výplatě prioritních dividend)}}{\text{celková aktiva}}$$

Alternativně se objevuje v čitateli EBIT.

c) Rentabilita tržeb (ROS)

$$\text{ROS} = (\text{inkaso} - \text{variabilní náklady} - \text{náklady obchodního úvěru}) / \text{tržby}$$

d) Rentabilita celkového vloženého jmění (ROI)

$$\text{ROI} = ((\text{EBIT} (1 - t)) / A) \times 100$$

e) Ziskové rozpětí (Profit Margin)

$$\text{Ziskové rozpětí po zdanění} = (\text{EAT} / \text{tržby}) \times 100$$

$$\text{Ziskové rozpětí před zdaněním} = (\text{EBT} / \text{tržby}) \times 100$$

$$\text{Provozní ziskové rozpětí po zdanění} = (\text{EBIT} / \text{tržby}) \times 100$$

Finanční stabilita podniku a analýza finanční páky

Průměrné náklady kapitálu

a) označení

Nejednotné, obvykle vychází z anglosaské terminologie

- **WACC** (Weighted Average Cost of Capital) – pravděpodobně nejčastější z používaných označení
- **k**
- **d_s** atd.

b) výpočtový vztah (váženého průměru) vychází z podmínek a poměrů běžných pro akciovou společnost (nejčastější podnikatelská forma).

Jako váhy vystupují objemy (podíly) vlastního a cizího kapitálu.

$$\mathbf{k = WACC = i \times (1 - t_s) \times CK / \sum K + N_{VK} \times VK / \sum K}$$

Úrok je nákladová veličina, která snižuje daňový základ.

Proto ve výpočtovém vztahu pro N_{CK} vystupuje pouze část úrokové míry v podobě výrazu $(1 - t_S)$.

$$N_{CK} = i \times (1 - t_S)$$

$$N_{VK} = \text{dividenda} / \text{cena akcie} + \text{míra růstu dividend}$$

i úroková míra (cena cizího kapitálu, obvykle úvěru)

t_S daňová sazba

N_{VK} náklady vlastního kapitálu

N_{CK} náklady cizího kapitálu

$K = \sum \text{aktiv} = \sum \text{pasiv}$ suma vloženého kapitálu

Poměrové ukazatele finanční stability

a) Věřitelské riziko (Debt Ratio)

$$\text{(cizí zdroje / celková aktiva) x 100}$$

Cizí zdroje = rezervy (?) + krátkodobé závazky + dlouhodobé závazky +
bankovní úvěry a výpomoci + časové rozlišení na straně pasiv

b) Koeficient samofinancování (Equity Ratio)

$$\text{(vlastní kapitál / celková aktiva) x 100}$$

c) Finanční páka

$$\text{(celková aktiva / vlastní kapitál) x 100}$$

d) Dluh k vlastnímu kapitálu (Debt-Equity Ratio)

$$\text{(cizí zdroje / vlastní kapitál) x 100}$$

e) Míra finanční samostatnosti

(vlastní kapitál / cizí zdroje) x 100

f) Úrokové krytí (Interest Coverage)

EBIT / nákladové úroky

**standardy USA: minimum 3
optimum 8**

Rozšířený a respektovaný ukazatel.

Analýza finanční páky

Zadlužování je výhodné, pokud $ROE > ROI$.

$$ROE = (EBIT/A) \times (EAT/EBT) \times (EBT/EBIT) \times (A/E)$$
$$= ROI \times (EBT/EBIT) \times (A/E)$$

EAT/EBT daňová redukce zisku

EBT/EBITúroková redukce zisku

A/Eukazatel finanční páky

(EBT/EBIT) x (A/E) ... ziskový účinek finanční páky

> 1 použití cizích zdrojů ROE zvyšuje

< 1 použití cizích zdrojů ROE snižuje

Ukazatele aktivity

Ukazatelé aktivity = ukazatele vázanosti kapitálu

V základní podobě ukazatele obratu aktiv (obratu celkových aktiv)

obrat celkových aktiv = tržby / aktiva

V podrobnějších analýzách se obvykle uvažují **čtyři základní ukazatelé** rozšiřování o ukazatele pomocné, doplňkové či alternativní.

a) **doba obratu zásob**

$$\frac{\text{zásoby}}{\text{tržby} / 365}$$

kde výsledek určuje, kolik dní je třeba prodávat, aby se zaplatily zásoby.

Jako alternativní ukazatel (někdy dokonce i jako ukazatel výchozí) zde slouží ukazatel

rychlost obratu zásob (obrat zásob)

$$\frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

který udává kolikrát se zásoby přemění v ostatní formy oběžného majetku až po finální produkci a její prodej, z něhož vyplynou tržby.

b) doba obratu pohledávek

$$\frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby} / 365}$$

ideální výsledek je přirozeně nulová hodnota, vyplývající z nulové hodnoty pohledávek.

I v tomto případě existuje alternativní ukazatel

rychlost obratu pohledávek (obrat pohledávek)

$$\frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$$

který popisuje kolikrát (a tedy jak rychle) jsou pohledávky přeměněny v peněžní prostředky plynoucí z tržeb.

c) doba obratu závazků

$$\frac{\text{závazky}}{\text{tržby} / 365}$$

Interpretace tohoto ukazatele je analogická k době obratu pohledávek.

Jako alternativní ukazatel k době obratu závazků (a vlastně i k době obratu pohledávek) slouží známé elementární pravidlo rovnosti v podobě:

$$\sum \text{pohledávek} = \sum \text{závazků}$$

Jde o snadno pochopitelný a z hlediska business etiky zcela legitimní zásadu – co dluží moji obchodní partneři mě, to dlužím i já jim.

„Drobným“ problémem v této souvislosti ovšem nepochybně je, že obvykle nebývá splněna zásada, že my dlužíme právě těm obchodním partnerům, kteří dluží nám.

d) relativní vázanost stálých aktiv

$$\frac{\text{tržby}}{\text{stálá aktiva}}$$

definuje potřebnou vázanost firemních fixních aktiv k dosažení daného obratu. Ukazatel je rovněž označován jako obrat aktiv.

Ukazatele na bázi cash flow

Východiskem je CF z provozní a mimořádné činnosti a CF z provozní činnosti.

Počet ukazatelů (často analogických k ukazatelům rentability) je mimořádně vysoký a obvykle se pracuje s výběrem z nich, odpovídajícím potřebám analýzy konkrétního podniku.

Du Pontův pyramidový rozklad ukazatelů

Vzájemné vztahy rentabilit zřejmě nejlépe popisuje Du Pont - pyramidový rozklad rentability, uvedený v dalším textu této kapitoly.

Základní definiční matematický vztah tohoto rozkladu rentability má pro ukazatel ROE (Return on Equity) tuto podobu:

$$\text{ROE} = \frac{Z}{T} * \frac{T}{\sum A} * \frac{\sum P(\sum A)}{VJ} = \text{ROA} * \sum P/VK$$

V něm první dva zlomky představují ukazatel ROA (rovnice DuPont), třetí zlomek představuje "gearing ratio", což je jen jiný název pro ukazatel multiplikátor jmění akcionářů. Grafická podoba tohoto výrazu je zobrazena ve schématu 3.3.

Zjevnou **nevýhodou** pyramidových systémů je jejich **pracná modifikace** při zavedení nového ukazatele či ukazatelů.

Naproti tomu **výhoda** pyramidových soustav spočívá v jasně definovaných kauzálních vazbách mezi ukazateli, což podporuje **přesvědčivost jejich výpovědi**.

Schéma 3.3 Výpočtové schéma rozkladu DuPont

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{zisk} / \text{vlastní kapitál} \\ \text{ROA} &= \text{zisk} / \text{aktiva} \quad \times \quad \text{aktiva} / \text{vlastní jmění} = \text{multiplikátor} \\ & \quad \text{zisk/tržby} \quad \times \quad \text{tržby/aktiva} \quad \text{vlastního jmění} \\ & \quad (\text{rentabilita tržeb}) \quad (\text{obrat aktiv}) \quad \text{akcionářů} \end{aligned}$$