

Technická univerzita v Liberci

Hospodářská fakulta

Obor Podniková ekonomika

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Fundamentální analýza

DP PE KFU-SP018

Daniel Krondřák

Vedoucí práce: Prof. Ing. Arabela Čecháková

Konzultant: Ing. Jitka Horvátová

Podpis práce:77

První příloha:3

1997

Daniel Krondřák

Technická univerzita v Liberci

Hospodářská fakulta

Obor Podniková ekonomika

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Fundamentální analýza

DP-PE KFÚ-97018

Daniel Krondřák

Vedoucí práce: Prof. Ing. Anděla Landorová, CSc. (KFÚ)

Konzultant: Ing. Jiřina Hornychová (SIS a.s.)

Počet stran77

Počet příloh3

30.května 1997

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Katedra financí a účetnictví

Školní rok 1996/97

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

pro Daniela K r o n d ě á k a

obor č. 6268 - 7 Podniková ekonomika

Vedoucí katedry Vám ve smyslu zákona č. 172/1990 Sb o vysokých školách a nava-
zujících předpisů určuje tuto diplomovou práci:

Název tématu: Fundamentální analýza

Zásady pro vypracování:

1. Produkční cyklus a pohyb fondů v podniku.
2. Nástroje fundamentální analýzy.
3. Finanční poměrová analýza.
4. Automatizovaný programový systém HARMON.
5. Identifikace symptomů budoucí nesolventnosti.
6. Dividendová politika.

Anotace

Tato diplomová práce pojednává o fundamentální finanční analýze. Je rozdělena na čtyři hlavní části. V první části se zabývá fundamentální analýzou obecně. Jsou zde vysvětleny základní pojmy a přístupy, jako jsou globální a odvětvová analýza. Další, druhá část je zaměřena na finanční analýzu podniku. Ve třetí části je zevrubně rozebrán jeden z hlavních nástrojů fundamentální analýzy - poměrová analýza. A v poslední části je potom fundamentální analýza demonstrována na konkrétním podniku JEMČA a.s. Jemnice.

OBSAH

Úvodem	10
1. Fundamentální analýza	11
1.1 Globální analýza	13
1.1.1 Reálný výstup ekonomiky a akciové kursy v dlouhém a střednědobém horizontu	14
1.1.2 Fiskální politika a akciové kursy	15
1.1.3 Peněžní nabídka a akciové kursy	16
1.1.4 Úrokové sazby a akciové kursy	17
1.1.5 Inflace a akciové kursy	18
1.1.6 Mezinárodní pohyb kapitálu a akciové kursy	19
1.1.7 Ekonomické a politické šoky a akciové kursy	19
1.2 Odvětvová analýza.....	20
2. Finanční analýza podniku	23
2.1 Produkční cyklus a pohyb fondů v podniku	23
2.2 Informační zdroje	25
2.2.1 Rozvaha a její slabé stránky	27
2.2.2 Výsledovka a její slabé stránky	27
2.3 Základní hlediska finanční analýzy.....	28
2.3.1 Přístup krátkodobých věřitelů	28
2.3.2 Přístup dlouhodobých věřitelů.....	28
2.3.3 Přístup akcionářů	29
2.3.4 Přístup managementu.....	29
2.3.4.1 Teorie „prostředníků“ (angl. Agency Theory)	29
2.4 Nástroje sledování a měření likvidity.....	31
2.4.1 Pracovní kapitál	31
2.4.2 Peněžní tok - Cash Flow	32

3. Finanční poměrová analýza	34
3.1 Druhy poměrových ukazatelů.....	34
3.2 Poměrová analýza a systém HARMON	36
3.3 Hodnocení výrobně - technologické činnosti	37
3.3.1.1 Produktivita práce z výnosů	37
3.3.1.2 Produktivita práce z přidané hodnoty	37
3.3.1.3 Účinnost základních prostředků z výkonů.....	37
3.3.1.4 Stupeň odepsání základních prostředků	38
3.3.1.5 Nákladovost výnosů	38
3.3.1.6 Materiálová náročnost výnosů.....	38
3.3.1.7 Materiálová náročnost výroby.....	39
3.3.1.8 Energetická náročnost výnosů	39
3.3.1.9 Energetická náročnost výroby	39
3.3.1.10 Mzdová náročnost výnosů	39
3.3.1.11 Mzdová náročnost výroby	40
3.3.1.12 Průměrná mzda na pracovníka.....	40
3.3.1.13 Vázanost zásob na výnosy	40
3.3.1.14 Náročnost výroby na služby	41
3.4 Hodnocení ekonomické situace podniku	41
3.4.1 Hodnocení efektivnosti hospodaření	41
3.4.1.1 Výnosnost celkového kapitálu	41
3.4.1.2 Doba obratu celkového kapitálu.....	42
3.4.1.3 Výnosnost vlastního kapitálu	42
3.4.1.4 Doba obratu vlastního kapitálu.....	43
3.4.1.5 Rentabilita výnosů z hrubého zisku.....	43
3.4.1.6 Rentabilita tržeb z hrubého zisku.....	43
3.4.1.7 Rentabilita nákladů z hrubého zisku.....	44
3.4.1.8 Rentabilita celkového kapitálu z čistého zisku	44

3.4.1.9 Rentabilita vlastního kapitálu z čistého zisku (Return on Common Equity - ROE)	44
3.4.1.10 Rentabilita základního kapitálu z upraveného zisku (Return on Capital Employed - ROI).....	44
3.4.1.11 Rentabilita výnosů z čistého zisku.....	45
3.4.1.12 Rentabilita tržeb z čistého zisku (Profit Margin on Sales)	45
3.4.1.13 Rentabilita aktiv z čistého zisku (Return on Assets - ROA) ..	45
3.4.2 Ukazatele platební schopnosti.....	46
3.4.2.1 Okamžitá likvidita krátkodobých závazků	46
3.4.2.2 Běžná (pohotová) likvidita krátkodobých závazků (Acid Test)	47
3.4.2.3 Celková likvidita krátkodobých závazků (Current Ratio)	47
3.4.2.4 Doba obratu zásob (Stock Turnover).....	48
3.4.2.5 Průměrná doba inkasa pohledávek (Average Collection Period - ACP)	48
3.4.2.6 Splatnost krátkodobých závazků.....	49
3.4.2.7 Saldo obchodního úvěru	49
3.4.2.8 Pracovní kapitál (Working Capital)	50
3.4.2.9 Nekrytý dluh (Floating Debt)	50
3.4.2.10 Podíl pracovního kapitálu na výrobě.....	50
3.4.3 Ukazatele úrovně vlastního kapitálu a zadluženosti.....	51
3.4.3.1 Míra krytí investičního majetku.....	51
3.4.3.2 Finanční samostatnost.....	52
3.4.3.3 Podíl vlastního kapitálu	52
3.4.3.4 Celková zadluženost (Debt Ratio).....	52
3.4.3.5 Míra dlouhodobé zadluženosti.....	53
3.4.3.6 Úvěrová zadluženost	53
3.4.3.7 Podíl úvěru na cizím kapitálu.....	53
3.4.3.8 Solventnost podniku	53

3.4.3.9 Doba splácení čistých závazků z Cash Flow brutto	54
3.4.3.10 Doba splácení čistých závazků z Cash Flow netto	54
3.4.3.11 Úrokové zatížení zisku.....	55
3.4.3.12 Krytí úroků (Interest Cover).....	55
3.5 Ukazatele kapitálového trhu	55
3.5.1.1 Účetní hodnota akcie (Book Value per Share)	55
3.5.1.2 Zisk na akcii (Earnings per Share)	56
3.5.1.3 Dividenda na akcii (Dividend per Share).....	56
3.5.1.4 Kapitalizační koeficient (Price Earnings Ratio - P/E).....	57
3.5.1.5 Rentabilita akcie	58
3.5.1.6 Podíl dividend z čistého zisku (Pay Out Ratio).....	59
3.5.1.7 Výnos akcie (Dividend Yield).....	59
3.5.1.8 Krytí dividend (Dividend Cover)	59
3.5.1.9 Poměr tržní ceny k nominálu	60
3.5.1.10 Poměr tržní ceny k účetní hodnotě akcie	60
4. Finanční analýza podniku JEMČA a.s.....	61
4.1 JEMČA a.s.	61
4.2 Shrnutí analýzy.....	61
5. Závěrem.....	66
5.1 Teorie efektivního trhu	66
5.2 Fundamentální analýza v ČR.....	68
Seznam literatury a příloh	71
Přílohy	72

Úvodem

Ve své bakalářské diplomové práci jsem se zabýval analýzou cenných papírů. Rozdělil jsem jí na dva hlavní přístupy. Na fundamentální analýzu a technickou analýzu. Většinu práce jsem však zaměřil na analýzu technickou. Fundamentální analýza je totiž přirozeně časově i profesionálně náročnější než analýza technická, neboť vyžaduje získání a logické propojení mnoha nesourodých informací. Proto jsem se rozhodl pojednat o ní až ve své diplomové práci inženýrské.

V úvodu jsem se zaměřil na obecnou charakteristiku fundamentální analýzy a její základní přístupy. Jedná se o analýzu globální a odvětvovou. V další části jsem se věnoval fundamentální analýze podnikové a jejím základním instrumentům, jako je například finanční poměrová analýza.

Na závěr jsem provedl finanční analýzu konkrétního podniku JEMČA a.s. Jemnice, na které jsem prezentoval dosažené poznatky. Významně mi při této analýze pomohl také programový balík HARMON, jež mi poskytla Spořitelní Investiční Společnost a.s..

1. Fundamentální analýza

Fundamentální finanční analýza je soubor metod, které umožňují determinovat relativní postavení společnosti na základě analýzy její ekonomické situace pomocí souboru indikátorů a provést komparativní hodnocení firmy vůči ostatním podnikům.

V oblasti kapitálového trhu se zabývá především hledáním nesprávně ohodnocených (tj. nadhodnocených nebo podhodnocených) cenných papírů. Znamená to, že na základě všech dostupných informací o současném stavu ekonomiky jako celku, odvětví a konkrétní firmy odhaduje budoucí výnosy daného cenného papíru, a určuje, zda vypočtená současná hodnota (angl. present value) je vyšší nebo nižší než skutečná pořizovací cena tohoto cenného papíru. Fundamentální analýza je užívána pro střednědobý a dlouhodobý časový horizont. Doporučuje nakupovat podhodnocené cenné papíry, aby je bylo možné později prodat se ziskem, a včas prodávat nadhodnocené.

Při fundamentální analýze se užívají dva možné postupy. *Fundamentální analýza shora* vychází z projekce ekonomiky jako celku (tzv. *Globální analýza*, viz dále), z ní odvozuje projekce vývoje odvětví (tzv. *Odvětvová analýza*, viz dále) a odtud teprve dospívá k projekci vývoje konkrétní firmy a jí emitovaného cenného papíru. *Fundamentální analýza zdola* postupuje naopak a za východisko bere informace firemní. Tento postup se považuje za horší, neboť může být založen na nesprávných předpokladech

o stavu ekonomiky. Základní rysy souboru fundamentálních úvah naznačuje schéma 1¹.

Schéma 1

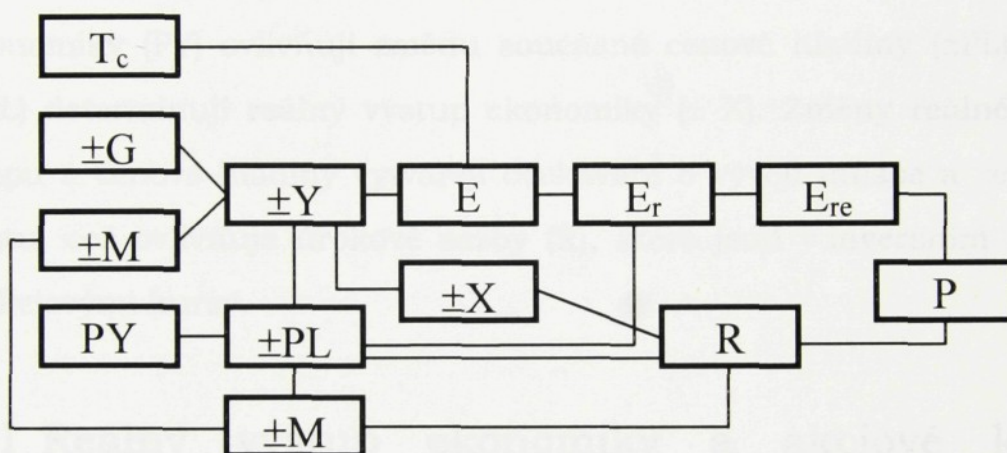
kvalitativní	kvantitativní	makroekonomická
vedoucí pracovníci složení zaměstnanců technické know how filosofie podnikání stav zakázek situace v odbytu postavení na trhu budoucí perspektivy	zisk/obrat zisk/vlastní kapitál vybr. údaje z bilancí propočet zisků a ztrát cash flow poměr kursu k zisku výnosy z dividend	světová konjunktura domácí konjunktura konjunktura odvětví měnový vývoj cenový vývoj politická situace množství peněz politika emisní banky průměrné výnosy na peněž. a kapit.trhu

¹ TEPPER, T.- KÁPL, M.: Penize a vy. 2.vyd. Praha, Prospektrum 1994.

1.1 Globální analýza

Agregátní trh je pravděpodobně největším faktorem ovlivňujícím individuální akciové kursy. Ještě významnějším způsobem ovlivňuje celkové portfolio akcií, které je perfektně diverzifikované. Následující Schéma 2² znázorňuje základní mechanismus mezi jednotlivými veličinami a celkovým

Schéma 2



akciovým trhem.

Podle výše uvedeného schématu existují čtyři exogenní veličiny, které výrazně ovlivňují akciové kursy:

1. potencionální výstup ekonomiky (PY),
2. změny peněžní nabídky ($\pm M$),
3. změny ve vládních výdajích ($\pm G$) a

² MUSÍLEK, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. 1.vyd. Praha, VŠE v Praze 1994.

4. korporativní daně (T_c)

Dvě primární veličiny, $(\pm G)$ a $(\pm M)$ ovlivňují akciové kursy prostřednictvím dvou kanálů:

- a) Ovlivňují celkové výdaje (Y), které společně s daňovým zatížením firem (T_c) ovlivňují zisky společností. Očekávané reálné zisky společností (E_{re}) jsou pozitivním faktorem pro pohyb akciových kursů.
- b) Ovlivňují celkové výdaje (Y), které společně s potencionálním výstupem ekonomiky (PY) ovlivňují změnu současné cenové hladiny $(\pm PL)$. (Y) a $(\pm PL)$ determinují reálný výstup ekonomiky $(\pm X)$. Změny reálného výstupu a cenové hladiny vytvářejí očekávání o vývoji inflace a reálného růstu, což ovlivňuje úrokové sazby (R), které jsou v inverzním vztahu s akciovými kursy.

1.1.1 Reálný výstup ekonomiky a akciové kursy v dlouhém a střednědobém horizontu

Vývoj akciových kursů je třeba interpretovat jako systém složený z různých cyklů. Dlouhodobě kolísá vývoj akciových kursů kolem základního trendu. Základní trend Dow-Jones-Industrial-Average roste v průměru ročně kolem 3-4 %. Tento dlouhodobý růst základního trendu je pravděpodobně vyvolán neustálým růstem ekonomické úrovně. V dlouhém období akciové kursy kopírují vývoj ekonomické aktivity.

Ve střednědobém horizontu, zejména v hospodářském cyklu, již vztah mezi změnou ekonomické úrovně a akciovými kursy tak pevný není. Naopak se zdá, že vztah je obrácený. Akciové kursy zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky o několik měsíců. Akciový trh je proto považován

za jeden z nejvíce spolehlivých indikátorů pro prognózu změny jednotlivých fází v rámci hospodářského cyklu. Vývoj akciových indexů patří mezi tzv. vedoucí indikátory, pomocí nichž se snaží analytici prognózovat vývoj celkové ekonomiky.

1.1.2 Fiskální politika a akciové kursy

Fiskální politikou rozumíme správu a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády. Daně mohou mít na akciové trhy pozitivní či negativní vliv. Daň korporací snižuje zisky firem, a tím snižuje schopnost firem vyplácet dividendy i omezuje možnosti pro další růst akciových společností. Růst daňového zatížení firem tedy negativně ovlivňuje akciové kursy. Akciové kursy rovněž mohou být ovlivněny osobní důchodovou daní, poněvadž zvýšení této daně omezuje disponibilní důchody investorů a výši úspor investorů, která vytváří poptávku po akciových instrumentech.

Vliv fiskální politiky na akciové kursy není omezen pouze na daňové zatížení. Velkou roli hrají také výdaje. Výdajová politika vlády může pozitivně, ale i negativně ovlivňovat akciové kursy.

O pozitivní vliv vládních výdajů na akciové kursy se jedná tehdy, když jsou výdaje použity na nákup produktů a služeb akciových společností, u kterých následně dojde k vzestupu jejich zisků.

Vládní výdaje mají negativní vliv především v situaci, když zvyšují rozpočtový deficit, který je financován emisí vládních cenných papírů. Zvýšená nabídka dluhových instrumentů vytváří tlak na růst úrokových sazeb, což negativně ovlivňuje akciové kursy.

1.1.3 Peněžní nabídka a akciové kursy

Peněžní nabídka a její změny jsou také považovány za jeden z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících chování akciových kursů. Jako nejjednodušší vysvětlení se nabízí efekt likvidity.

Jestliže centrální banka umožní zvýšení peněžní nabídky při konstantní poptávce po penězích, investoři dodatečné peněžní prostředky investují na finančních trzích, mimo jiné i na trzích akcií. Poněvadž nabídka akcií na sekundárních trzích je v krátkém období téměř fixní, dojde k vzestupu akciových kursů. Přímý vliv růstu peněžní nabídky na akciové kursy je označován jako *efekt likvidity*.

Vysvětlení vlivu peněžní nabídky na akciové kursy prostřednictvím *transmisního mechanismu* je více komplexní, ale výsledky jsou stejné. Růst peněžní nabídky nejprve podnítl investory nakupovat více dluhopisů, což vede k růstu jejich kursů. Růst kursů dluhopisů se projevuje v poklesu výnosových měr z dluhových instrumentů, zvýšení atraktivity investování na akciových trzích a v nárůstu cen akcií.

A konečně, vysvětlení vlivu peněžní nabídky na akciové kursy můžeme demonstrovat pomocí *nepřímého vlivu na reálný výstup ekonomiky*. Zvýšení peněžní nabídky může způsobit pokles úrokových sazeb, nižší úrokové sazby podnítl investiční aktivitu firem a jejich zisky. Vyšší zisky firem pak mají pozitivní vliv na akciové kursy.

Ve všech případech je výsledek shodný. Růst peněžní nabídky na vyšší než nad normální úroveň zvyšuje poptávku po akciích, což způsobuje vzestup akciových kursů. Tento mechanismus přirozeně funguje i obráceně. Tzn. změna peněžní nabídky na nižší než normální úroveň pro zajištění

transakčních potřeb, způsobuje nedostatek peněz u ekonomických subjektů. Toto se projevuje poklesem cen akciových instrumentů.

1.1.4 Úrokové sazby a akciové kursy

Změny úrokových sazeb jsou považovány za důležitý kursotvorný faktor, který ovlivňuje akciové instrumenty. V zásadě platí inverzní vztah: růst úrokových sazeb ovlivňuje akciové trhy negativně a vede k poklesu kursů akcií. Naopak pokles úrokových sazeb představuje příznivou zprávu pro analytiku, neboť způsobuje růst akciových kursů vše za jinak nezměněných podmínek).

Vliv změny úrokových sazeb na akciové kursy se realizuje třemi základními kanály:

1. Podle hlavního směru finanční ekonomie odrážejí akciové kursy současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Úroková sazba je důležitým prvkem při převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu. Zvýšení úrokových sazeb vede k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře, což způsobuje pokles akciových kursů.
2. Růst úrokových sazeb z dluhových instrumentů způsobuje odliv peněžních prostředků z akciových trhů a příliv těchto prostředků na trhy dluhopisů, které mají vyšší výnosovou míru. Za jinak nezměněných podmínek vede růst úrokových sazeb k přesunu poptávky z akciových instrumentů do dluhových instrumentů až do okamžiku vytvoření rovnováhy ve výnosové míře na těchto dvou trzích. Tento přesun finančních prostředků je dočasně doprovázen poklesem akciových kursů.

3. Úrokové sazby a jejich změny ovlivňují náklady na získávání kapitálu firem pro financování jejich investic. Zpravidla platí, že růst reálných úrokových sazeb je spojen s poklesem míry investování, poněvadž se zvyšují náklady na jeho financování a snižuje se jeho rentabilita. Pokles investic firem je zpravidla doprovázen poklesem zisku, dividend a přirozeně i akciových kursů.

1.1.5 Inflace a akciové kursy

Trvalý růst životních nákladů v poválečném období ve většině vyspělých států měl dopad na kupní sílu peněžních prostředků, které byly investovány do dluhových instrumentů nebo uloženy na termínových a běžných účtech. Akcie jsou často považovány za instrument, který představuje dobré zajištění proti inflačnímu znehodnocení. Tato idea je založena na růstu dividend a zisku firem v období inflace, což vede k růstu akciových kursů.

Mnoho finančních ekonomů se domnívá, že akcie jsou inflačně neutrální. Ekonomové totiž předpokládají, že změna inflačního očekávání nemá žádný vliv na reálnou výnosovou míru akciových instrumentů.

Nedávný empirický výzkum však prokázal, že akcie v posledním období nedokázaly držet tempo s růstem inflace a výnosová míra z akcií je negativně korelována s inflací. Akcie nejsou schopny udržet svoji reálnou hodnotu v období zvýšené inflace. Tento jev je považován na finančních trzích za určitou anomálii, protože akcie představují vlastnický nárok na reálná aktiva akciové společnosti. Proto by měly akciové instrumenty představovat dobré zajištění proti inflaci. Údaje tuto hypotézu však nepotvrzují. V budoucnosti můžeme očekávat, že se ekonomům podaří jedno-

značně dokázat, proč akciové instrumenty nejsou dobrým prostředkem ochrany před inflací.

1.1.6 Mezinárodní pohyb kapitálu a akciové kursy

Akciové trhy ve většině vyspělých i rozvojových států jsou zcela liberalizovány pro zahraniční investory v oblasti portfoliových investic. Na většině finančních trhů neexistují žádné restrikce ani pro přímé investice. Institutionálních investorů se při své investiční strategii chovají celosvětově - na globálním celosvětovém akciovém trhu vyhledávají instrumenty, které mají nejvyšší očekávaný výnos s ohledem na očekávané riziko a likviditu. Finanční prostředky se velmi rychle přesouvají na podhodnocené trhy. Naopak při vyčerpání kursového potenciálu dochází k rychlému odlivu prostředků na trhy, které se zdají být perspektivnějšími. Pohyby spekulativního zahraničního kapitálu mají obrovský vliv na volatilitu akciových kursů. Příliv zahraničního kapitálu způsobuje vzestup akciových kursů a naopak odliv prostředků do zahraničí má zpravidla na svědomí strmý pokles akciových kursů.

Vliv zahraničního kapitálu na akciové kursy je především patrný na tzv. nově vznikajících trzích (Emerging markets). Tyto akciové trhy jsou charakteristické tím, že mají poměrně nízkou likviditu. Zvýšená poptávka ze strany zahraničních investorů je doprovázena razantním vzestupem akciových kursů.

1.1.7 Ekonomické a politické šoky a akciové kursy

Jednorázové ekonomické nebo politické šoky nepříznivě ovlivňují akciové kursy. Tato skupina faktorů není kontrolovatelná managementem akciových společností, ale má výrazně negativní dopad na tržní hodnotu akcií.

Negativní dopad na akciové kursy měly např. v letech 1970 - 80 ropné šoky. Růst cen ropy byl spojen s růstem inflačního očekávání, růstem úrokových sazeb a poklesem akciových kursů. Citlivost jednotlivých odvětví však byla rozdílná: nejvíce byly postiženy automobilový, letecký a turistický průmysl. Ekonomické šoky mohou mít i jiné projevy. Může se jednat o obchodní a celní války, vznik hyperinflace, masovou nezaměstnanost nebo výrazné změny devizových kursů.

S politickými šoky na akciových trzích se setkáváme velmi často. Válečné konflikty, demise vlád, volební výsledky nebo revoluce mají výrazný vliv na chování akciových kursů. Např. kursy pravidelně klesají v období válečných konfliktů.

1.2 Odvětvová analýza

Po analýze perspektiv jednotlivých trhů se analytici soustředí na prozkoumání jednotlivých odvětví, která nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky. Existuje v nich různá míra zisku, odvětví mohou být různě regulována a existují rozdílné perspektivy dalšího rozvoje.

Odvětvová analýza se zaměřuje na:

- a) identifikaci charakteristických znaků odvětví a
- b) prognózování vývoje jednotlivých odvětví.

V oblasti identifikace charakteristických znaků se zaměřuje na citlivost odvětví na hospodářský cyklus, způsob vládní regulace a typ odvětvové struktury. Z hlediska citlivosti na konjunkturální vývoj rozlišujeme: *cyklická odvětví, neutrální a anticyklická odvětví*.

- Cyklická odvětví dosahují velmi dobrých hospodářských a finančních výsledků v období expanze a naopak dostávají se do určitých problémů v období recese. Důvodem kopírování hospodářského cyklu je skutečnost, že kupující může nákup určitých statků nebo služeb odložit a realizovat je za zlepšené důchodové situace. Firmy z cyklických odvětví tak ztrácejí v období recese velmi rychle svůj odbyt, což má negativní dopad na jejich zisk a tržní cenu akcií. Příkladem cyklického odvětví jsou stavební průmysl, průmysl dlouhodobých spotřebních statků nebo automobilový průmysl.
- Ne všechna odvětví mají úzký vztah k hospodářskému cyklu. Jedná se především o odvětví nezbytných statků (potravinářský průmysl) a o odvětví vyrábějící produkty s nízkou cenovou elasticitou. Tato odvětví nejsou příliš ovlivněna hospodářským cyklem a označujeme je jako neutrální odvětví.
- Některá odvětví mají dokonce anticyklický charakter a vykazují velmi dobré výsledky v období recese. V posledním období byly za anticyklické považovány firmy, které provozovaly kabelové televize, poněvadž tento typ „zábavy“ sloužil jako náhrada za dražší formy zábavy a odpočinku.

V neposlední řadě analytik zkoumá v oblasti systémové analýzy charakter odvětvové struktury. Struktura odvětví může být:

- a) monopolní
- b) oligopolní
- c) konkurenční.

Monopolní struktura odvětví je charakterizována existencí jediného výrobce, který tudíž není ovlivňován konkurencí. Zvýšené náklady promítá do

vyšších cen (pokud nejsou regulovány) a vykazuje poměrně stabilní výši zisku. Akcie monopolních firem jsou považovány vzhledem k těmto skutečnostem za poměrně bezpečné.

Oligopolní struktura odvětví je typická ve vyspělých státech pro bankovníctví, automobilový a ocelářský průmysl. Odvětví ovládá několik málo výrobců, kteří mají zpravidla trh mezi sebou rozdělen. V cenové politice reagují často společně a vykazují poměrně vysokou stabilitu tržeb a zisků (pokud nebereme v úvahu jednotlivé fáze hospodářského cyklu).

Konkurenční odvětví je charakteristické obrovským množstvím výrobců. Cena je exogenní veličinou, kterou podstatným způsobem nemohou jednotlivé firmy ovlivnit. Firmy vykazují vysokou volatilitu zisku v důsledku přílivu či odlivu konkurentů. Ziskové perspektivy firem v konkurenčním odvětví je velmi složité prognózovat.

Při prognózování vývoje jednotlivých odvětví se vychází z minulých výsledků. Analytici se zaměřují na odvětvové srovnávání historického vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Ačkoliv minulost není možné zjednodušeně extrapolovat do budoucnosti, poskytuje užitečné informace. Úspěšná odvětvová analýza je jedním ze základních pilířů investičního rozhodování. Odhalení růstového odvětví dává investorům možnost dosáhnout vysokých kursových zisků.

2. Finanční analýza podniku

Analýza jednotlivých akciových společností je zaměřena především na použití finanční analýzy pro zjištění kvality finančního hospodaření firmy a prognózování budoucího očekávaného vývoje společnosti. Finanční analýza, anebo obecně jakákoliv analytická metoda, má smysl jedině jako logický prostředek hodnocení a porovnávání údajů a vytváření nové informace, která je hodnotnější než jednotlivé primární údaje.

Finanční analytici se nejprve snaží získat informace v podobě, která je pro daný analytický cíl nejvhodnější a ve které mají nejlepší vypovídací schopnost a jsou pro daný účel nejlépe použitelné.

Druhá fáze finanční analýzy zahrnuje poměrování údajů mezi sebou. Finanční data se vzájemně porovnávají způsobem, který rozšiřuje jejich vypovídací schopnost k danému problému nebo rozhodnutí.

2.1 Produkční cyklus a pohyb fondů v podniku

Pro porozumění finančnímu řízení podniku je třeba znát reálný pohyb v podniku, vědět, čím se podnik zabývá, jaké jsou jeho trhy, kdo jsou jeho klienti, dodavatelé, konkurenti, jaká je kvalita jeho výrobků, jaké jsou jeho budoucí cíle atd. A tento reálný pohyb v podniku podmiňuje finanční toky. Rozlišujeme dva základní typy pohybu kapitálu: vnitřní a vnější.

- Vnitřním pohybem kapitálu rozumíme příliv zdrojů vytvořených vlastní produkční činností podniku, jež jsou prvním zdrojem financování podnikových aktivit.

- Vnější pohyb kapitálu představují bankovní půjčky či operace na kapitálovém trhu (emise obligací, úpis akcií atd.), které jsou tzv. druhým zdrojem financování podnikových aktivit.

Produkční cyklus společnosti - cyklus výroby a prodeje - lze popsat jako pohyb fondů v podniku. Tento pohyb je zobrazen na schématu 2³.

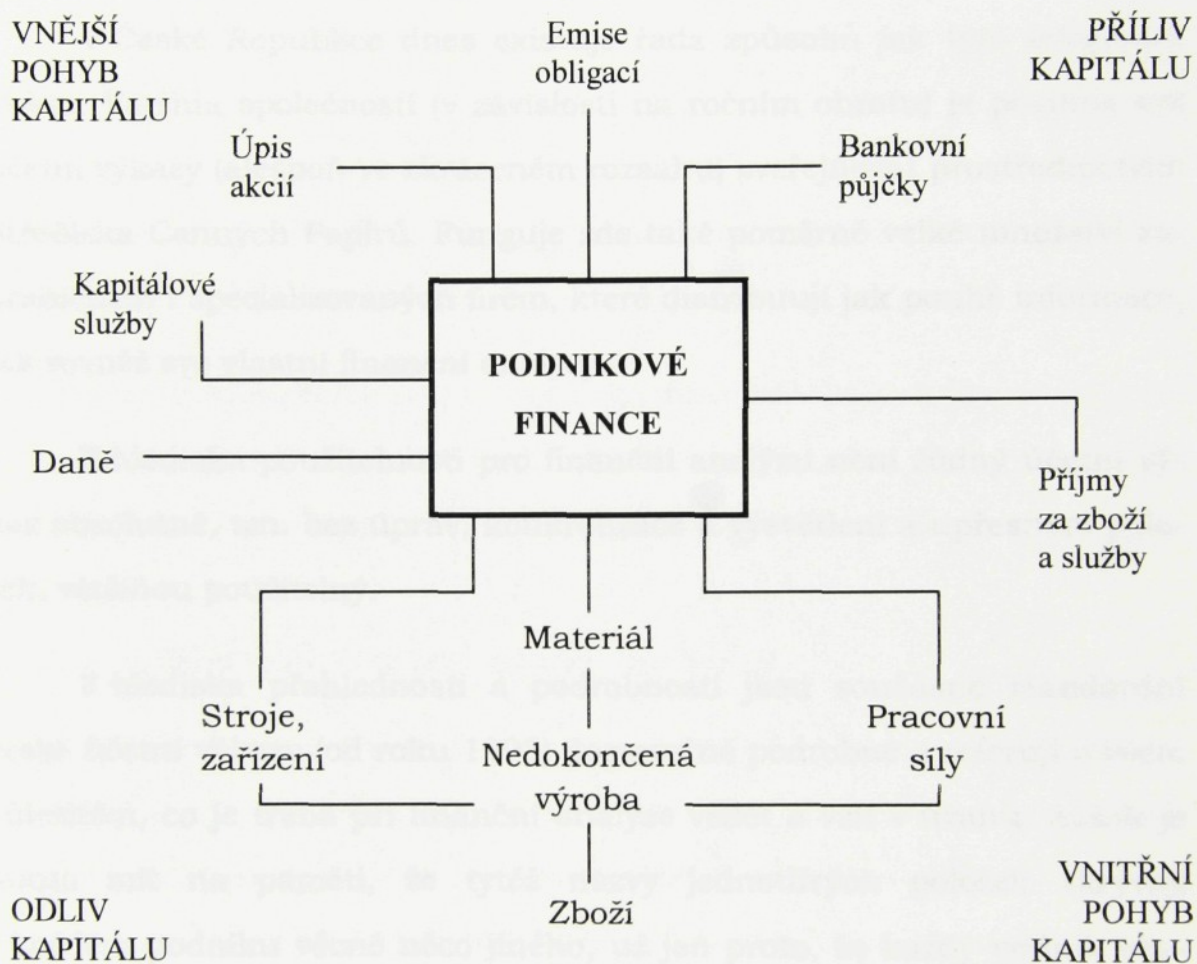
Při bližším rozboru zjistíme, že se v každém podniku pohybují dva druhy peněžních fondů z hlediska jejich původu. Schéma 2 je rozděleno pomyslnou diagonálou, vedenou zprava nahoře doleva dolů. Tato diagonála schematicky odděluje pohyb peněz generovaných vlastní činností - výrobou a prodejem zboží a služeb, pod diagonálou - pohyb peněz zapůjčených z cizích zdrojů - bankami, na kapitálovém trhu apod., jenž je zobrazen nad touto diagonálou.

Druhá diagonála (vedená zleva nahoře doprava dolů) odděluje směry pohybu peněz - příliv peněžních prostředků (nad diagonálou) a jejich odliv (pod diagonálou).

³ BLAHA, Z. S. - JINDŘICHOVSKÁ, I.: Jak posoudit finanční zdraví firmy. 2. vyd. Praha, Management Press 1996.

Oba druhy peněžních fondů (vlastní i cizí) se podílejí jak na přílivu peněžních prostředků, tak i na jeho odlivu z podniku v rámci finančních toků ve směru produkčního procesu.

Schéma 3



2.2 Informační zdroje

Základním informačním zdrojem finanční analýzy jsou účetní výkazy, které obsahují souhrnné informace o průběhu a úspěšnosti hospodářské činnosti a jejím dopadu na finanční situaci podniku.

Nejběžněji dostupné finanční informace o podniku jsou ve výroční zprávě společnosti. Úplnost těchto informací je v jednotlivých firmách různá. Nicméně všechny by měly obsahovat rozvahu (bilanci), a účet zisků a ztrát (výsledovku). Někdy bývá od účtu zisků a ztrát zvlášť oddělen výkaz o rozdělení zisku.

V České Republice dnes existuje řada způsobů jak tyto informace získat. Většina společností (v závislosti na ročním obratu) je povinna své účetní výkazy (alespoň ve zkráceném rozsahu) zveřejňovat prostřednictvím Střediska Cenných Papírů. Funguje zde také poměrně velké množství zahraničních i specializovaných firem, které distribují jak pouhé informace, tak rovněž své vlastní finanční analýzy.

Z hlediska použitelnosti pro finanční analýzu není žádný účetní výkaz absolutně, tzn. bez úprav, konkretizace a vysvětlení a upřesnění položek, většinou použitelný.

Z hlediska přehlednosti a podrobnosti jsou současné standardní české účetní výkazy (od roku 1993) dostatečně podrobné a referují o všem důležitém, co je třeba při finanční analýze vědět a vzít v úvahu. Avšak je nutno mít na paměti, že tytéž názvy jednotlivých položek skrývají v každém podniku věcně něco jiného, už jen proto, že každý podnik pracuje v jiné oblasti - tedy i jeho účetní výkazy referují o jiných skutečnostech. Pro účely analýzy je potřeba finanční výkazy reklasifikovat do několika hlavních skupin, ze kterých se potom počítají poměrové ukazatele.

2.2.1 Rozvaha a její slabé stránky

- Rozvaha nezobrazuje přesně současnou hodnotu podniku. Účetní standardy často používají jako základ pro ohodnocení aktiv a pasiv pořizovací cenu, přestože je pravidelně upravována odpisy.
- K určení reálné hodnoty některých rozvahových položek (např. pohledávky z hlediska jejich návratnosti, nebo zásoby z pohledu jejich prodejnosti) musí být použit odhad.
- Téměř nikdy se nebere v úvahu „zhodnocování“ některých dlouhodobých aktiv (např. orná půda, lesy, doly apod.).
- V účetních výkazech nejsou vůbec zahrnuty mnohé položky, které mají určitou „vnitřní“ finanční hodnotu. Důvodem jsou objektivní potíže s jejich oceněním (např. lidské zdroje firmy, jejich kvalifikace apod.).

2.2.2 Výsledovka a její slabé stránky

- Zatímco hodnota cenných papírů firmy je založena na budoucích očekávaných hotovostních tocích z nich a na příjmech, které plynou z jejich držení nebo prodeje, účet zisků a ztrát se zaměřuje na vyčíslení účetního zisku. Čistý zisk - výsledná položka tohoto výkazu - není roven čisté hotovosti vytvořené firmou za dané účetní období a nevyčísluje skutečný hotovostní příjem.
- Ve výsledovce jde o zachycení souvislosti mezi výnosy podniku dosaženými v určitém období a náklady spojenými s jejich vytvářením. Tyto náklady však nejsou téměř nikdy vynaloženy ve stejném období a tím bývá výsledný čistý zisk zkreslen.

- Výnosy a náklady se objevují ve výsledovce i přesto, že v daném období nemuselo dojít k žádnému pohybu hotovosti (např. prodej odběratelům nebo nákup od dodavatelů na úvěr).

2.3 Základní hlediska finanční analýzy

O finanční situaci firmy a o její hospodaření mají zájem se dozvědět podrobněji čtyři hlavní zájmové skupiny: krátkodobí věřitelé, dlouhodobí věřitelé, akcionáři a management. Hledisko a cíl finanční analýzy jsou u každé skupiny odlišné, protože se liší finanční vztah k analyzovanému podniku. Zvláštní roli v této věci má management firmy, protože ten musí porozumět všem třem ostatním extrémním pohledům.

2.3.1 Přístup krátkodobých věřitelů

Krátkodobí věřitelé, jako komerční banky, dodavatelé či obchodníci, se zajímají především o likviditu, schopnost firmy generovat peníze a splácet včas své závazky. Z pohledu krátkodobých věřitelů se bude analýza nejzevrubněji zabývat kvalitou a pohybem krátkodobých aktiv a závazků a časováním průběhu peněžních toků (od tvorby a prodeje zásob přes fakturaci a inkaso pohledávek až po úhradu závazků). Většina analýz krátkodobých věřitelů se soustředí na otázku: „Budou závazky splaceny i v případě, že firma nebude vytvářet zisk?“.

2.3.2 Přístup dlouhodobých věřitelů

Dlouhodobí věřitelé, jako např. držitelé obligací anebo penzijní fondy a pojišťovny, kteří půjčují peníze na několik let, se rovněž zabývají krátkodobou likviditou. Kdyby totiž byli příčinou nesplnění krátkodobých závazků,

dostali by se do potíží s ostatními investorskými skupinami. Kdyby dlouhodobí věřitelé předpokládali, že dlužník bude mít nějaké problémy s likviditou, pravděpodobně by neinvestovali do obligací daného podniku, ani by mu neposkytli půjčku. Skupina dlouhodobých věřitelů se však obvykle více zajímá o dlouhodobou solventnost a provádějí analýzu budoucích příjmů firmy do doby splatnosti dlouhodobých závazků.

2.3.3 Přístup akcionářů

Akcionáři se zajímají o likviditu, solventnost a o vztah mezi budoucími zisky a cash flow k dlouhodobým závazkům (dluhům). Dividendy představují poslední platbu ze zisku, která se uskuteční až po uhrazení veškerých předchozích povinností. Analýza z pohledu akcionářů se zaměřuje na odhad budoucích očekávaných výnosů na vlastní jmění.

2.3.4 Přístup managementu

Management si je vědom své primární úlohy - maximalizace bohatství akcionářů (angl. Shareholder Wealth Maximisation). Vycházejí z této úlohy, měl by mít v podstatě stejné hledisko jako akcionáři.

2.3.4.1 Teorie „prostředníků“ (angl. Agency Theory)

Členové managementu jsou ve skutečnosti pouhými „prostředníky“, kteří mají vykonávat vůli vlastníků. Z tohoto postavení někdy plynou určité problémy. Buďto se různé zájmy managementu se zájmy vlastníků, anebo se liší informace, které má k dispozici management od těch, které znají majitelé. To manažerům umožňuje sledovat své vlastní cíle jako jsou: maximalizace jejich vlastní výkonné moci, jistota jejich zaměstnání, neúnosné

zvyšování svých odměn, či prosazování svých vlastních soukromých zájmů na úkor majitelů.

Uvedu některé příklady, jakým způsobem dochází k tomuto střetu zájmů manažerů a akcionářů.

- Manažeři často přijímají investiční rozhodnutí krátkodobého charakteru, která přinášejí okamžitý efekt a neberou v úvahu možné dlouhodobé lukrativní projekty a dlouhodobé výhledy firmy. Těto situace jsme svědky nyní v České Republice, kdy jsou různými praktikami na hranici zákona (a mnohdy i za touto hranicí) „vykrádány“ podniky a investiční fondy.
- Manažeři jsou schopni svými investičními rozhodnutími téměř zcela eliminovat nesystematické riziko. Mohou nakoupit tak diversifikované portfolio investic, které to umožňuje, ale zároveň tím zpravidla sníží míru výnosu dané investice. Pro manažery to sice může být pohodlné, ale tento postoj se nemusí slučovat se zájmy akcionářů a jejich postojem k riziku.

Proti těmto nežádoucím tendencím stojí některé faktory ovlivňující manažery směrem k maximalizaci bohatství akcionářů:

- akcionáři mají právo volit management
- důsledná kontrola prostřednictvím dozorčích rad
- některé způsoby odměňování managementu. Například odměna vázaná na změnu pozice společnosti v burzovním indexu, vyjadřující tržní kapitalizaci společnosti, nebo odměna ve formě akcií společnosti apod.
- akcionáři mohou své akcie prodat na burze cenných papírů
- konkurence na trhu manažerské práce

2.4 Nástroje sledování a měření likvidity

V oblasti likvidity a jejího měření se používalo v posledních desetiletích několik nástrojů. Mezi hlavní patří pracovní kapitál a cash flow. Poslední vývoj naznačuje jistou preferenci metodám sledování cash flow. Nicméně, z důvodů relativně vysoké vypovídací schopnosti, si analýza pracovního kapitálu stále udržuje své místo.

2.4.1 Pracovní kapitál

Jednoduchým měřítkem likvidity je *pracovní kapitál* (angl. Working Capital), vypočtený jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Pracovní kapitál je zjednodušeně znázorněn na schématu 3⁴.

$$(1) \quad \text{Pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}$$

Pracovní kapitál představuje tu část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými finančními zdroji - ať již vlastními (kapitálem společnosti), nebo cizími (např. bankovními půjčkami nebo upsanými dluhopisy, obligacemi).

Vývoj pracovního kapitálu a krátkodobé solventnosti podniku bude zejména zajímat management firmy a její krátkodobé věřitele (banky, dodavatele). Relativní velikost pracovního kapitálu v poměru k celkovým aktivům je ukazatelem bezpečnosti - krátkodobé solventnosti firmy jako obchodního partnera.

⁴ BLAHA, Z. S. - JINDŘICHOVSKÁ, I.: Jak posoudit finanční zdraví firmy. 2. vyd. Praha, Management Press 1996.

Schéma 4

AKTIVA		PASIVA A VLASTNÍ JMĚNÍ	
Oběžná aktiva		Krátkodobé závazky	
Pracovní kapitál		Dlouhodobé závazky	
Stálá aktiva		Vlastní jmění	

2.4.2 Peněžní tok - Cash Flow

Pojem cash flow se používá v několika významech a časových dimenzích. V dimenzi statické je to číslo - „volná zásoba“ peněz, které má subjekt v daném časovém okamžiku k dispozici. Z hlediska investora je cash flow očekávaný budoucí příjem z nějaké investice. V dimenzi dynamické z hlediska podnikového managementu je cash flow plán budoucího pohybu peněžních fondů podniku v čase, anebo rekapitulace minulého pohybu peněz. V každém případě je cash flow skutečný pohyb financí bez ohledu na to, z jakého popudu k němu dochází.

Informace o peněžních tocích je důležitá jak pro investorskou finanční analýzu, tak pro plánování rozvoje a hospodaření firmy. Výkaz o peněžních tocích je někdy součástí výroční zprávy společnosti.

Pro finanční analýzu je důležitý zpětný pohled na finanční tok firmy a zjištění, jestli firma byla schopna řídit své peněžní toky tak, aby měla

vždy v každém okamžiku dostatek pohotových peněžních prostředků. K tomuto účelu poslouží meziroční porovnání finanční struktury bilance.

Prvním úkolem analytika při zpracování výkazu o peněžních tocích je zjistit, která rozvahová položka byla mezi obdobími *zdrojem* peněžního toku a která vyvolala jeho *spotřebu*.

Zdroj:

1. Zdrojem disponibilních peněz je jakýkoliv růst závazkových položek nebo položky vlastního jmění. Bankovní půjčka je příklad zdroje fondů.
2. Jakýkoliv pokles aktivních účtů je rovněž zdrojem peněžního toku. Prodej fixních aktiv nebo snížení zásob jsou případem tvorby peněžního toku.

Použití:

1. Použití peněžních fondů představuje jakýkoliv pokles na účtu závazků nebo vlastního jmění. Splácení půjčky je příkladem spotřeby disponibilních fondů.
2. Jakýkoliv růst aktivních rozvahových položek. Koupě fixního aktiva, tvorba zásob jsou příklady použití cash flow.

Čistý cash flow slouží k:

- řízení likvidity podniku
- časování kapitálových vstupů
- investování nerozděleného zisku do expanze firmy
- řízení výplaty dividend
- řízení struktury investovaného kapitálu

3. Finanční poměrová analýza

Finanční poměrová analýza zkoumá strukturu podnikových aktiv, kvalitu a intenzitu jejich využívání, způsob jejich financování, profitabilitu firmy, její solventnost, likviditu a další rysy jejího finančního života. Výsledky zkoumání napomáhají investorům, věřitelům a managementu určit celkovou momentální ekonomickou situaci podniku. Cenným rysem této metody finanční analýzy je schopnost srovnávat výsledky několika období a na základě toho ohodnotit vývojový trend hospodaření podniku. Finanční analýza je rovněž důležitým nástrojem mezipodnikového srovnávání.

Výhodou poměrové analýzy je, že redukuje hrubé údaje, lišící se podle velikosti firem, na společnou a tudíž komparativní bázi. Finanční poměr je možné získat vydělením kterékoliv položky anebo souboru položek z rozvahy anebo z výkazu zisků a ztrát jakoukoliv jinou položkou. Finanční analýza by se ale měla zabývat jenom těmi poměry, které jsou relevantní ke konkrétnímu finančnímu problému nebo rozhodnutí. Možné zneužití finanční analýzy pramení z toho, že se některému finančnímu ukazateli přikládá příliš velký význam.

3.1 Druhy poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele lze dělit z mnoha různých hledisek. Není výjimkou, že identické ukazatele mají (i v anglicky psané literatuře) rozdílné názvy, anebo stejně pojmenované ukazatele jsou různě konstruovány. Nejčastější odchylkou bývá užití obráceného poměru, či poněkud pozměněných vstupních údajů. Proto je nutné nevšímat si pouze jmen a číselného vyjád-

ření poměrových ukazatelů, ale především pochopit jejich konstrukci, a z té usoudit na jejich vypovídací schopnost.

Nejčastěji bývají poměrové ukazatele rozděleny do pěti skupin podle toho, ze kterých účetních a neúčetních údajů vycházejí a na jaké rysy hospodaření podniku se zaměřují.

1. Ukazatele likvidity vysvětlují vztah mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy a schopnost společnosti dostát včas svým závazkům.
2. Ukazatele řízení aktiv měří efektivnost, s jakou řídí firma svá aktiva.
3. Ukazatele řízení dluhu měří rozsah, v jakém je firma financována cizími zdroji a její schopnost pokrýt své dlužní závazky.
4. Ukazatele ziskovosti - profitability - zobrazují vliv likvidity, řízení aktiv a řízení dluhu na zisk firmy.
5. Ukazatele tržní hodnoty jsou obrazem tržního - reálného - ocenění společnosti. Vztahují tržní cenu akcií firmy k jejím výnosům a k účetní hodnotě akcie.

Vypočtené hodnoty poměrových ukazatelů vypovídají o základních rysech společnosti. Jejich vypovídací schopnost se zvýší po srovnání s oborovým průměrem.

Ačkoliv jsou oborové průměry obecně používaným měřítkem úrovně hospodaření podniku, nejedná se o žádné cílové hodnoty, kterých by se měly všechny firmy snažit dosáhnout. Některé dobře řízené firmy budou nad průměrem a jiné, neméně dobré, pod oborovým průměrem. Je-li však některá firma z hlediska většiny svých ukazatelů příliš daleko od průměru,

mělo by to vyprovokovat finančního analytika k tomu, aby se snažil zjistit, co je příčinou takové odchylky, ať v pozitivním, či negativním směru.

3.2 Poměrová analýza a systém HARMON

Pro zpracování primárních účetních dat a vypracování finanční poměrové analýzy samozřejmě existuje různé programové vybavení. Pro účely této práce jsem měl k dispozici programový systém HARMON. Jedná se o poměrně rozšířený program používaný na českém finančním trhu. Používá jej například celá síť poboček Československé Obchodní Banky a.s..

Tento program používá vlastní rozdělení poměrových ukazatelů. To je však prakticky totožné s dělením uvedeným v předchozí kapitole. Přidává pouze jednu kategorii ukazatelů: Hodnocení výrobně - technologické činnosti podniku.

V další části uvedu přehled a způsob konstrukce nejdůležitějších ukazatelů, jak je používá program HARMON.⁵

U některých z nich uvedu také komentář k výsledkům analýzy těchto ukazatelů pro podnik JEMČA a.s. Jemnice. Tyto komentáře budou v textu označeny svislou čarou na levém okraji stránky. V kapitole 4 pak shrnu tyto výsledky a dílčí komentáře do přehledných tabulek a závěrů (na které již nebudu v dalším textu odvolávat).

⁵ Z programu HARMON jsem převzal též všechny názvy ukazatelů, a podle nich jsou nazvány také podkapitoly této práce. Uvádím to s ohledem na skutečnost, že některé názvy, v rámci určitého zjednodušení, nevystihují ani podstatu ukazatele ani přesný překlad z anglického ekvivalentu.

3.3 Hodnocení výrobně - technologické činnosti

3.3.1.1 Produktivita práce z výnosů

$$\text{Produktivita práce z výnosů} = \frac{\text{výnosy (bez mimořádných výnosů)}}{\text{počet pracovníků}}$$

Ukazatel představuje, kolik výnosů z běžné činnosti (v tis. Kč) připadá na jednoho pracovníka. Počtem pracovníků se míní průměrný přepočtený stav ve sledovaném období.

3.3.1.2 Produktivita práce z přidané hodnoty

$$\text{Produktivita práce z přidané hodnoty} = \frac{\text{přidaná hodnota}}{\text{počet pracovníků}}$$

Ukazatel představuje část přidané hodnoty (v tis. Kč), která připadá na jednoho pracovníka.

3.3.1.3 Účinnost základních prostředků z výkonů

$$\text{Účinnost základních prostředků z výkonů} = \frac{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}{\text{základní prostředky}}$$

Ukazatel charakterizuje stupeň využití základních prostředků - kolik podnik vyprodukuje výnosů (v hal) z 1 Kč hmotného investičního majetku.

Snižující se hodnota tohoto ukazatele pro společnost JEMČA a.s. během let 1993, 1994 a 1995 z hodnoty 425 na 346 (viz tabulky v kapitole 4), svědčí o nepatrném poklesu využití základních prostředků společnosti na tvorbě výnosů.

3.3.1.4 Stupeň odepsání základních prostředků

$$\text{Stupeň odepsání základních prostředků} = \frac{\text{ZP odpisované v zůst. cenách}}{\text{ZP odpisované v pořiz. cenách}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, na kolik jsou v průměru odepsány základní prostředky. Růst této hodnoty svědčí o „mládnutí“ podniku.

Stupeň odepsání základních prostředků se v čase nemění a činí zhruba 50%. Jelikož se jedná o průměrnou hodnotu pro veškerý odepisovaný majetek a neznáme jeho konkrétní strukturu, nelze z tohoto ukazatele usuzovat na modernizaci, či zastarávání základních prostředků.

3.3.1.5 Nákladovost výnosů

$$\text{Nákladovost výnosů} = \frac{\text{náklady celkem}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}$$

Ukazatel vyjadřuje zatížení výnosů z běžné činnosti celkovými náklady.

Za sledované období se tento ukazatel zvýšil ze 76 hal/Kč na 92 hal/Kč. To svědčí o tom, že je používáno stále vyšších nákladů na dosažení stejných výnosů. Tato tendence by mohla být velice nezdravá a je třeba prověřit, zda je zvyšování nákladů opravdu nutné pro dosažení požadovaných výnosů.

3.3.1.6 Materiálová náročnost výnosů

$$\text{Materiálová náročnost výnosů} = \frac{\text{spotřeba materiálu, paliv a nákl. na prod. zb.}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}$$

Ukazatel vyjadřuje, na kolik jsou výnosy z běžné činnosti zatíženy spotřebou materiálu a paliv.

3.3.1.7 Materiálová náročnost výroby

$$\text{Materiálová náročnost výroby} = \frac{\text{výrobní spotřeba materiálu}}{\text{výroba}}$$

Ukazatel vyjadřuje, na kolik je vlastní podniková výroba zatížena spotřebou materiálu a surovin.

Vzhledem k tomu, že je materiálová náročnost výroby i výnosů stabilní, není tento ukazatel nikterak alarmující. Bylo by vhodné tento ukazatel porovnat s jinými podniky zabývajícími se stejnou nebo podobnou činností.

3.3.1.8 Energetická náročnost výnosů

$$\text{Energetická náročnost výnosů} = \frac{\text{spotřeba energie}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}$$

Ukazatel vyjadřuje, na kolik jsou výnosy z běžné činnosti zatíženy spotřebou energie.

3.3.1.9 Energetická náročnost výroby

$$\text{Energetická náročnost výroby} = \frac{\text{spotřeba energie}}{\text{výroba}}$$

Ukazatel vyjadřuje spotřebu energie na 1 Kč vlastní výroby.

3.3.1.10 Mzdová náročnost výnosů

$$\text{Mzdová náročnost výnosů} = \frac{\text{mzdové náklady}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik mzdových nákladů bylo vyplaceno na 1 Kč výnosů z běžné činnosti.

3.3.1.11 Mzdová náročnost výroby

$$\text{Mzdová náročnost výroby} = \frac{\text{mzdové náklady}}{\text{výroba}}$$

Ukazatel vyjadřuje zatížení vlastní výroby mzdovými náklady.

Ukazatelé mzdové náročnosti rostly ve sledovaném období přibližně stejnou měrou jako průměrné mzdy v průmyslu. Tento jev je do značné míry vázán na celkovou makroekonomickou situaci, především na trh práce a celkový růst životní úrovně. Je však zcela zapotřebí také růst efektivity práce a to je, jak víme, hlavním současným problémem naší ekonomiky.

3.3.1.12 Průměrná mzda na pracovníka

$$\text{Průměrná mzda na pracovníka} = \frac{\text{mzdové náklady}}{\text{počet pracovníků} \times \text{počet měsíců}}$$

Ukazatel vyjadřuje měsíční průměrnou mzdu na pracovníka.

Průměrná mzda na jednoho pracovníka se zvýšila z 6500 Kč na 7700 Kč v roce 1995. Tento mzdový nárůst odpovídá přibližně celostátnímu průměru.

3.3.1.13 Vázanost zásob na výnosy

$$\text{Vázanost zásob na výnosy} = \frac{\text{zásoby}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}}$$

Ukazatel vyjadřuje, jaký objem zásob je vázán na 1 Kč výnosů z běžné činnosti. Zvyšování tohoto ukazatele dlouhodobě může znamenat potíže s prodejností výrobků. Je třeba analyzovat strukturu zásob (kolik je vázá-

no materiálu, nedokončených výrobků a hotových výrobků na 1 Kč objemu výnosů).

Tento ukazatel nevykazuje u společnosti JEMČA a.s. žádné výraznější změny. Je tedy pouze nutné zhodnotit, zda je konkrétní výše zásob potřebná k zajištění plynulosti výroby.

3.3.1.14 Náročnost výroby na služby

$$\text{Náročnost výroby na služby} = \frac{\text{služby}}{\text{výroba}}^6$$

Ukazatel vyjadřuje zatížení vlastní výroby službami včetně spotřebou energie.

Z výkazu zisků a ztrát můžeme vyčíst, že služby ve sledovaném období výrazně vzrostly. Z 8,5 mil Kč v roce 1993 na 31,5 mil Kč v roce 1995. Bylo by dobré zjistit, co tento růst způsobilo. To však nebylo možné z údajů, které mám k dispozici.

3.4 Hodnocení ekonomické situace podniku

3.4.1 Hodnocení efektivnosti hospodaření

3.4.1.1 Výnosnost celkového kapitálu

$$\text{Výnosnost celkového kapitálu} = \frac{\text{Cash Flow brutto} + \text{úroky placené}}{\text{celkový kapitál}} \times 100\%$$

⁶ Chybou použitého textového editoru nebylo možné psát v rovnicích písmeno „ž“ a bylo tedy nahrazeno písmenem „z“.

Cash Flow brutto = zisk + odpisy HNIM + rezervy tvořené z nákladů

Ukazatel vyjadřuje zúročení veškerého použitého kapitálu. Výnosům vlastního kapitálu odpovídá - Cash Flow brutto a výnosům cizího kapitálu - placené úroky.

Předpokladem efektivního hospodaření je optimální růst hodnoty tohoto ukazatele. Čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím lepší ekonomické postavení podniku.

3.4.1.2 Doba obratu celkového kapitálu

$$\text{Doba obratu celkového kapitálu} = \frac{\text{počet dnů} \times \text{celkový kapitál}}{\text{tržby celkové}}$$

Tržby celkové = tržby za vlastní výrobu a služby + tržby za obchodní zboží

Počet dnů = počet dnů ve sledovaném období

Ukazatel vyjadřuje, za jak dlouho (za kolik dní) se obrátí vlastní a cizí kapitál ve vztahu k hrubým tržbám. Doba obratu by měla být co nejkratší.

Doba obratu celkového kapitálu vzrostla z 228 dní v roce 1993 na 278 dní v roce 1995. Tento trend je velice negativní a patrně souvisí s celkovým poklesem efektivnosti hospodaření podniku.

3.4.1.3 Výnosnost vlastního kapitálu

$$\text{Výnosnost vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cash Flow brutto}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, do jaké míry podnik reprodukuje vlastní zdroje. Výnosnost vlastního kapitálu by měla být vyšší, než výnosnost celkového ka-

pitálu. Zároveň by mělo platit, že tento ukazatel bude vyšší než běžná úroková míra.

3.4.1.4 Doba obratu vlastního kapitálu

$$\text{Doba obratu vlastního kapitálu} = \frac{\text{počet dnů} \times \text{vlastní kapitál}}{\text{tržby celkové}}$$

Ukazatel vyjadřuje dobu obratu vlastního kapitálu ve vztahu k hrubým tržbám. Doba obratu by měla být co nejkratší.

Tento ukazatel má podobný trend jako doba obratu celkového kapitálu. Je třeba uvést, že v různých odvětvích je tato doba různá. Závisí především na charakteru výroby. Proto je možné tyto ukazatele porovnávat pouze s podniky podobného výrobního zaměření.

3.4.1.5 Rentabilita výnosů z hrubého zisku

$$\text{Rentabilita výnosů z hrubého zisku} = \frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, z kolika % je podnik ziskový. Výše rentability závisí na velikosti a druhu podniku.

3.4.1.6 Rentabilita tržeb z hrubého zisku

$$\text{Rentabilita tržeb z hrubého zisku} = \frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{tržby celkové}} \times 100\%$$

Ukazatel je doplňujícím k ukazateli předcházejícímu. Vyjadřuje výnosnost tržeb, kolik zisku podnik realizuje z 1 Kč hrubých tržeb.

3.4.1.7 Rentabilita nákladů z hrubého zisku

$$\text{Rentabilita nákladů z hrubého zisku} = \frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{náklady celkem}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik zisku podnik vyprodukuje z 1 Kč nákladů.

3.4.1.8 Rentabilita celkového kapitálu z čistého zisku

$$\begin{aligned} \text{Rentabilita celkového kapitálu z čistého zisku} = \\ = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{úroky placené} \times (1 - \text{DS}/100)}{\text{celkový kapitál}} \times 100\% \end{aligned}$$

Ukazatel vyjadřuje podíl čistého zisku a výnosů cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Úroky placené po zdanění odpovídají výnosům cizího kapitálu, zdaněny jsou sazbou DS.

3.4.1.9 Rentabilita vlastního kapitálu z čistého zisku

(Return on Common Equity - ROE)

$$\text{ROE} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje míru zisku na jednotku investice obyčejných kmenových akcionářů.

3.4.1.10 Rentabilita základního kapitálu z upraveného zisku

(Return on Capital Employed - ROI)

$$\text{ROI} = \frac{\text{upravený zisk před zdaněním}}{\text{základní kapitál}} \times 100\%$$

Upravený zisk před zdaněním (Profit Before Tax and Interest - PBIT) je očištěn o mimořádné náklady a výnosy, o tvorbu a čerpání rezerv a oprav-

ných položek, ale i o výsledek z prodeje investičního majetku a materiálu. Ukazatel zrealňuje pohled na vyprodukovaný zisk společnosti. Při porovnávání absolutní úrovně zisku je třeba zohledňovat vliv mimořádných činností vzhledem ke skutečnému provozu podniku. Ukazatel je porovnatelný v čase i v mezipodnikovém hodnocení.

3.4.1.11 Rentabilita výnosů z čistého zisku

$$\text{Rentabilita výnosů z čistého zisku} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{výnosy (bez mimoř. výnosů)}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, kolika procenty se podílí čistý zisk na výnosech.

3.4.1.12 Rentabilita tržeb z čistého zisku

(Profit Margin on Sales)

$$\text{Rentabilita tržeb z čistého zisku} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby celkové}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik podnik vyprodukoval čistého zisku na 1 Kč hrubých tržeb.

3.4.1.13 Rentabilita aktiv z čistého zisku

(Return on Assets - ROA)

$$\text{ROA} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{aktiva celkem}} \times 100\%$$

Ukazatel dává představu o tom, kolik čistého zisku podnik vyprodukuje na 1 Kč majetku.

Všechny ukazatele efektivnosti hospodaření společnosti JEMČA vykazují stejný trend. Ve sledovaném období všechny velmi výrazně poklesly.

Čistý zisk společnosti totiž klesl z 37,5 mil Kč na pouhých 15 mil Kč. To patrně také přispělo k tak výraznému poklesu kursu akcií této společnosti na pražské burze. Nad tímto stavem by se měl management společnosti vážně zamyslet a pokusit se nalézt příčiny dosavadního vývoje.

3.4.2 Ukazatele platební schopnosti

Platební schopnost podniku, tzn. schopnost vyrovnávat své závazky a platební povinnosti, charakterizují ukazatele likvidity. Předpokladem platební schopnosti podniku je udržování trvalého souladu mezi peněžními prostředky a výší peněžních závazků. Příliš vysoké hodnoty likvidity mohou signalizovat neproduktivní využití („umrtvení“) finančních prostředků, příliš nízké hodnoty pak potíže ve financování. Ukazatele likvidity tedy charakterizují finanční rovnováhu podniku. Soubor ukazatelů platební schopnosti zahrnuje následující tři ukazatele likvidity.

3.4.2.1 Okamžitá likvidita krátkodobých závazků

$$\text{Okamžitá likvidita krátkodobých závazků} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel okamžité likvidity znamená nejjednodušší pohled na okamžitou platební schopnost k určitému dni. V úvahu bereme pouze peněžní prostředky (likvidní cenné papíry, hotovost a vklady).

Okamžitá likvidita krátkodobých závazků společnosti JEMČA poklesla ve sledovaném období z 32% na 20%. Ve srovnání s ostatními podniky podobného charakteru, kde se průměrná hodnota pohybuje okolo 16%, se však tato likvidita jeví jako dostatečná.

3.4.2.2 Běžná (pohotová) likvidita krátkodobých závazků

(Acid Test)

$$\text{Acid Test} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \times 100\%$$

Tento ukazatel lépe vystihuje platební schopnost podniku. Při konstrukci ukazatele je nutné vyloučit pohledávky po lhůtě splatnosti, které lze považovat v daný okamžik za nedobytné a zásoby, jako položku nejméně likvidní.

3.4.2.3 Celková likvidita krátkodobých závazků (Current Ratio)

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{oběžný majetek celkem}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel charakterizuje, do jaké míry je podnik schopen krýt krátkodobé závazky běžnými aktivy.

Použití tohoto ukazatele k měření likvidity podniku v podmínkách naší ekonomiky je poněkud rizikové, neboť mobilita prostředků vázaných v zásobách je diskutabilní. Značná část zásob může být pohotově dlouhodobě neprodejná. Proto je výhodné doplnit hodnocení platební schopnosti o ukazatele doby obratu zásob, který se porovnává s průměrnou dobou obratu zásob srovnatelných podniků, a na základě výsledků se patřičně koriguje výše celkové likvidity. Po takové úpravě má ukazatel lepší vypovídací schopnost.

Podobně jako ukazatel běžné tak i celkové likvidity zaznamenal mezi lety 1993 - 94 vzestup a mezi lety 1994 - 95 opět pokles na původní hodnotu. Ukazatel celkové likvidity byl tedy v roce 1995 asi 270%. To, v porovnání s odvětvovým průměrem, který je pouhých 140%, může svěd-

čít o poněkud konzervativní (málo riskantní) likvidní pozici podniku. Je zřejmé, že nižší riziko bývá spojené s nižšími výnosy.

3.4.2.4 Doba obratu zásob (Stock Turnover)

$$\text{Doba obratu zásob} = \text{počet dnů} \times \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby celkové}}$$

Ukazatel vyjadřuje, za kolik dnů se zásoby obrátí. Je snaha o co nejnížší dobu obratu. V jisté míře charakterizuje prodejnost výrobků. Pokud dochází dlouhodobě ke zvyšování tohoto ukazatele, je nutné provést podrobnější analýzu struktury zásob a pohybu jednotlivých druhů zásob.

Je třeba si uvědomit, že doba obratu závisí na charakteru výroby. Např. u stavebních podniků bude tento ukazatel vyšší v porovnání s jinými obory podnikání, vlivem vyšší rozpracovanosti výroby.

Doba obratu zásob je stále přibližně stejná a pohybuje se kolem 100 dní. Jak již bylo uvedeno, tato doba je závislá především na charakteru výroby a struktuře zásob. Tudiž by bylo vhodné ji porovnat s odvětvovým průměrem.

3.4.2.5 Průměrná doba inkasa pohledávek

(Average Collection Period - ACP)

$$\text{ACP} = \text{počet dnů} \times \frac{\text{pohledávky celkové}}{\text{tržby celkové}}$$

Ukazatel vyjadřuje návratnost celkových pohledávek propočtenou na průměrné denní tržby.

Průměrná doba inkasa pohledávek se zvýšila mezi lety 1993-94 na více než dvojnásobek, ale v dalším roce se již nezvyšovala. Na tuto dobu

působí celá řada faktorů. Od výběru solidních obchodních partnerů, po celkové problémy v ekonomice a druhotnou platební neschopnost. Každý podnik by se měl snažit tuto dobu zkracovat pokud možno na minimum, obzvláště pak eliminovat pohledávky po lhůtě splatnosti.

3.4.2.6 Splatnost krátkodobých závazků

$$\text{Splatnost krátkodobých závazků} = \text{počet dnů} \times \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{náklady celkem}}$$

Ukazatel vyjadřuje obrát celkových krátkodobých závazků ve dnech, tj. za kolik dní v průměru podnik platí svým věřitelům.

Splatnost krátkodobých závazků se pohybuje kolem 80 dní. To je přibližně o 10 dní více než je průměrná doba inkasa pohledávek. To znamená, že podnik splácí své závazky později, než inkasuje své pohledávky, a to má příznivý vliv na cash flow podniku. Každý podnik se snaží, aby mohl své závazky splácet co možná nejpozději. Neměl by však dopustit, aby je splácel po lhůtě splatnosti, protože by to mohlo způsobit nedůvěru u věřitelů.

3.4.2.7 Saldo obchodního úvěru

$$\begin{aligned} \text{Saldo obchodního úvěru} &= \\ &= \text{splatnost závazků} - \text{inkaso pohledávek z obchodního styku} \end{aligned}$$

Ukazatel porovnává doby splatnosti závazků a pohledávek z obchodního styku. Pro dobrý vývoj Cash Flow by neměl ukazatel nabývat záporných hodnot, jinými slovy podnik by neměl trvale, či dlouhodobě inkasovat své tržby v delším intervalu než splácí své závazky. Pokud tento trend existuje, mohl by se podnik dostat do platebních potíží.

Přestože v letech 1993 a 1994 bylo saldo obchodního úvěru záporné, může pozitivně hodnotit celkový trend tohoto salda. V roce 1995 už byla splatnost závazků z obchodního styku o necelých 8 dní delší než inkaso pohledávek.

3.4.2.8 Pracovní kapitál (Working Capital)

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{oběžný majetek celkem} - \text{krátkodobý cizí kapitál}$$

Ukazatel vyjadřuje přebytek krátkodobých oběžných prostředků nad krátkodobými závazky. Tento ukazatel by měl růst progresivně se zvyšujícím se obratem.

Množství pracovního kapitálu vzrostlo od roku 1993 z 92 mil Kč na 108 mil Kč v roce 1995. Samotné kvantitativní vyjádření nemá prakticky žádnou vypovídací schopnost, pokud neznáme velikost podniku. Můžeme však pozitivně ohodnotit růstový trend a skutečnost, že není záporný, neboli nekrytý dluh.

3.4.2.9 Nekrytý dluh (Floating Debt)

$$\text{Nekrytý dluh} = \text{oběžný majetek celkem} - \text{krátkodobý cizí kapitál}$$

V případě, kdy krátkodobé závazky jsou vyšší než krátkodobá aktiva, mění se pracovní kapitál na nekrytý dluh, tzn. že podnik není schopen v případě potřeby uhradit své krátkodobé závazky.

3.4.2.10 Podíl pracovního kapitálu na výrobě

$$\text{Podíl pracovního kapitálu na výrobě} = \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{výroba}}$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik pracovního kapitálu (oběžný majetek po odečtení krátkodobých závazků) má podnik k dispozici na 1 Kč výroby (výkonů - položky z výkazu zisků a ztrát). Ke své produkci podnik potřebuje určitou výši pracovního kapitálu v podobě zásob, peněz, ale i pohledávek, jako budoucích peněz. Je vhodné sledovat vývoj ukazatele v čase, pokud podnik nemá finanční problémy, výše ukazatele se příliš nemění. V opačném případě ukazatel klesá a pokud se dostane pod únosnou hranici, podnik zpravidla musí omezit výrobu, neboť nemá dostatek disponibilních prostředků.

Výše tohoto ukazatele se u podniku JEMČA příliš nemění. To znamená, že podnik nemá výrazné problémy s likviditou.

3.4.3 Ukazatele úrovně vlastního kapitálu a zadluženosti

3.4.3.1 Míra krytí investičního majetku

$$\text{Míra krytí investičního majetku} = \frac{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{investiční majetek}} \times 100\%$$

Ukazatel charakterizuje, do jaké míry je investiční majetek kryt vlastním a dlouhodobým cizím kapitálem. Je žádoucí, aby investiční majetek byl v plném rozsahu financován dlouhodobými zdroji (tj. vlastním kapitálem a dlouhodobými cizími zdroji).

Míra krytí investičního majetku je po celé období cca. 300%. Tato míra je v porovnání s odvětvovým průměrem, který činí 150%, dvojnásobná. Je třeba si položit otázku, zda není až příliš vysoká a zda to nesvědčí o příliš konzervativním přístupu managementu k riziku.

3.4.3.2 Finanční samostatnost

$$\text{Finanční samostatnost} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{cizí kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, do jaké míry používá podnik vlastních zdrojů. Vyjadřuje stupeň nezávislosti podniku vůči věřitelům.

3.4.3.3 Podíl vlastního kapitálu

$$\text{Podíl vlastního kapitálu} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{pasiva celkem}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje podíl vlastního kapitálu na celkových zdrojích. Nelze stanovit universální kritérium, neboť příliš vysoký podíl vlastního kapitálu snižuje míru jeho výnosnosti, a naopak příliš vysoký podíl cizího kapitálu zatěžuje náklady vysokými úroky placenými za použití cizích zdrojů.

Poměr vlastního a cizího kapitálu je jedním z klíčových rozhodnutí každého managementu. Existují různé přístupy a teorie, jak tento problém řešit. Já se přikláním k názoru, že tento poměr je nakonec výsledkem určité optimalizace rizika a cenou cizího a vlastního kapitálu v dané konkrétní situaci.

3.4.3.4 Celková zadluženost (Debt Ratio)

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje, v jaké míře je majetek podniku kryt cizími zdroji.

3.4.3.5 Míra dlouhodobé zadluženosti

$$\text{Míra dlouhodobé zadluženosti} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje míru dlouhodobé zadluženosti vlastního kapitálu.

3.4.3.6 Úvěrová zadluženost

$$\text{Úvěrová zadluženost} = \frac{\text{bankovní úvěry}}{\text{aktiva celkem}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje stupeň krytí celkového podnikového majetku bankovními úvěry. Výši ukazatele je třeba posuzovat jednotlivě dle charakteru podnikání, ale i v souvislosti s celkovou zadlužeností podniku.

3.4.3.7 Podíl úvěru na cizím kapitálu

$$\text{Podíl úvěru na cizím kapitálu} = \frac{\text{bankovní úvěry}}{\text{cizí kapitál (závazky)}} \times 100\%$$

Ukazatel doplňuje informaci o struktuře závazků vůči bankám a vyjadřuje, kolik procent z cizích zdrojů (závazků) je pořízeno bankovními úvěry.

Celková zadluženost a míra dlouhodobé zadluženosti zůstaly ve sledovaném období stálé. Naproti tomu úvěrová zadluženost a podíl úvěru na cizím kapitálu mezi roky 1994-95 vzrostly přibližně na dvojnásobek. Důvodem je běžný bankovní úvěr ve výši 9,5 mil Kč, který podnik získal v roce 1995.

3.4.3.8 Solventnost podniku

$$\text{Solventnost podniku} = \frac{\text{Cash Flow brutto}}{\text{čisté závazky}} \times 100\%$$

čisté závazky = celkové závazky - peněžní prostředky

Ukazatel znamená schopnost splácení čistých závazků z Cash Flow brutto.

Tento ukazatel poklesl během sledovaného období ze 170% na 50%.
Přímá souvislost tohoto poklesu je ve snižování zisku.

3.4.3.9 Doba splácení čistých závazků z Cash Flow brutto

$$\text{Doba splácení čistých závazků z CF brutto} = \text{počet dnů} \times \frac{\text{čisté závazky}}{\text{Cash Flow brutto}}$$

čisté závazky = celkové závazky - finanční hotovost

Ukazatel vyjadřuje, v kolika dnech by mohly být „čisté závazky“ splaceny, anebo za jak dlouho je podnik schopen uhradit své závazky za předpokladu, že v období splácení bude stejná výnosová situace podniku.

3.4.3.10 Doba splácení čistých závazků z Cash Flow netto

$$\text{Doba splácení čistých závazků z CF netto} = \text{počet dnů} \times \frac{\text{čisté závazky}}{\text{Cash Flow netto}}$$

Cash Flow netto = Cash Flow brutto - daně

Ukazatel vyjadřuje reálnější pohled na dobu, za jakou je podnik schopen při nezměněné výnosové situaci splatit své závazky. Doba splácení by měla být co nejkratší a bude záviset na míře odvodového zatížení zisku.

Doba splácení čistých závazků se prodloužila z 330 dnů v roce 1993 na 3 roky v roce 1995. Je těžké hodnotit, zda je tato hodnota únosná či nikoliv, ale v každém případě se jedná o velmi nepříznivý trend, rovněž spojený s poklesem zisku.

3.4.3.11 Úrokové zatížení zisku

$$\text{Úrokové zatížení zisku} = \frac{\text{úroky placené}}{\text{zisk před zdaněním}} \times 100\%$$

Ukazatel zachycuje míru zatížení zisku placenými úroky. Zvyšování ukazatele vlivem růstu úrokových nákladů znamená snižování rentability podniku.

3.4.3.12 Krytí úroků (Interest Cover)

$$\text{Krytí úroků} = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{úroky placené}}{\text{úroky placené}}$$

Ukazatel vyjadřuje, kolikanásobně převyšuje zisk před zdaněním a započtením úroků tyto placené úroky.

Jelikož úrokové zatížení podniku zůstává ve sledovaném období téměř stejné, oba předchozí poměry se mění pouze v závislosti na snižování zisku. Ukazatel krytí úroků 24 je však stále dostatečně vysoký.

3.5 Ukazatele kapitálového trhu

3.5.1.1 Účetní hodnota akcie (Book Value per Share)

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet akcií}}$$

Ukazatel vyjadřuje podíl vlastního kapitálu vykázaného v bilanci, připadajícího na jednu akcii. I když účetní hodnota akcií je považována za užitečný ukazatel, často je to ukazatel pouze indikativní. Účetní hodnota se od tržní, popř. nominální, likvidační nebo reprodukční hodnoty obvykle liší. Přesto je užitečné srovnat účetní hodnotu vlastního jmění, vedenou

v účetnictví společnosti, s tržní hodnotou ustanovenou na kapitálových trzích.

Účetní hodnota akcie vzrostla v letech 1993-94 z 1580Kč na 1840Kč a dále se již nezvyšovala. V roce 1993 byla nižší než kurs akcie na burze. Kurs v letech 1994-95 dále poklesl téměř na polovinu bez ohledu na stabilní účetní hodnotu akcie.

3.5.1.2 Zisk na akcii (Earnings per Share)

$$\text{Zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk po zdanění}}{\text{počet akcií}}$$

Ukazatel vyjadřuje, kolik čistého zisku podnik vyprodukoval na jednu akcii. Zisk po zdanění je uvažován za období minulého roku.

Dík malému zisku, který společnost vytvořila v roce 1992, byla hodnota zisku na akcii za rok 1993 pouhých 51Kč. Ta však rapidně stoupla v roce 1994 (500Kč) a v roce 1995 klesla na 417Kč.

3.5.1.3 Dividenda na akcii (Dividend per Share)

$$\text{Dividenda na akcii} = \frac{\text{nárok na dividendy}}{\text{počet akcií}}$$

Ukazatel představuje, kolik Kč se společnost rozhodla vyplatit na dividendy na jednu akcii se zadanou nominální hodnotou. Výplata dividend se zpravidla koná jednou ročně (po schválení valnou hromadou) ze zisku minulého roku po zdanění.

Dividenda vyplácená v roce 1994, tedy ze zisku roku 1993, byla relativně vysoká. Činila 133Kč což způsobilo poměrně vysoký dividendový

výnos akcie 8,5% (viz dále). Přestože v dalším roce dividenda klesla na 80Kč, pokles tržní ceny akcie udržel dividendový výnos na úrovni 10%.

Rozhodování o výši dividendy - dividendová politika - je dalším z klíčových rozhodnutí managementu. Některé teorie tvrdí, že výše dividendy nemá vliv na celkovou hodnotu společnosti. Výplata dividend sice hodnotu společnosti snižuje, ale to by se mělo v zápětí odrazit na tržní ceně akcií (Miller a Modigliani 1961). Praxe však ukazuje, že tomu tak není. Řada investorů totiž upřednostňuje dividendový výnos před kapitálovým (např. penzijní fondy, které musí mít zajištěnu trvalou likviditu).

Z těchto, ale i dalších důvodů, je zpráva o snížení dividendy vnímána investory negativně. Podnik JEMČA však musel reagovat na pokles zisku.

3.5.1.4 Kapitalizační koeficient (Price Earnings Ratio - P/E)

$$P / E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$$

Poměr kursu k zisku vyjadřuje kolikanásobný zisk na akcii odpovídá tržní ceně akcie. Poměr P/E je nejpoužívanějším burzovním ukazatelem. Při jeho použití pro srovnávání a hodnocení akcií je zapotřebí zajistit stejnou metodiku výpočtu. K výpočtu je použit zisk za posledních dvanáct měsíců. Za obvyklé hodnoty P/E na burzách v USA se považují hodnoty od 6 do 20. U tohoto ukazatele se sleduje především jeho dlouhodobý vývoj.

Růst a vysoká hodnota ukazatele P/E znamená vyšší tržní ocenění podniku, než se dalo očekávat s ohledem na vývoj zisku (tržní cena akcie roste rychleji, než dosažený zisk). Nižší zisk pro budoucí vývoj společnosti může znamenat snižování vlastních zdrojů podniku, anebo vyšší úvěrování pro financování rozvoje a investičních záměrů. Toto vše může ovlivnit tržní cenu dané akcie v budoucnosti, tím se stává tato akcie rizikovější.

Nízká hodnota P/E ukazuje na zvyšování zisku a tím i vlastních zdrojů. Pro budoucí období to znamená příznivější podmínky pro rozvoj podniku, pro akcionáře to může, ale nemusí znamenat vyšší budoucí dividendy. Pro investora se taková akcie stává méně rizikovou, neboť tržní cena je podložena hospodářskými výsledky a nemělo by dojít k velkému poklesu tržní ceny.

Převrácenou hodnotou P/E je ukazatel rentability akcie.

Hodnota 39 poměru P/E v roce 1993 je velmi vysoká. To pramení především z malého zisku realizovaného v roce 1992. Tržní cena akcie však tento malý zisk za rok 1992 nereflektovala a vyjadřovala očekávání mnohem vyššího zisku v roce 1993. Díky tomuto zisku, P/E v roce 1994 dramaticky klesl na hodnotu 3,1 a dále v roce 1995 na 1,9. Takto nízké P/E však můžeme interpretovat dvěma způsoby. Buď nízká tržní cena znamená budoucí očekávání nízkého čistého zisku na akcii, nebo je výsledkem nedokonalosti našeho kapitálového trhu a nepřesného ocenění akcií, zvláště u tak malých emisí jakou představuje akciová společnost JEMČA.

3.5.1.5 Rentabilita akcie

$$\text{Rentabilita akcie} = \frac{\text{zisk na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \times 100\%$$

Ukazatel vyjadřuje poměr zisku a tržní ceny akcie. Pro analýzu akcie je důležité sledovat tendenci tohoto ukazatele ve vývoji. Čím vyšší je jeho hodnota, tím je cena akcie stabilnější s větší možností pro její budoucí růst.

3.5.1.6 Podíl dividend z čistého zisku (Pay Out Ratio)

$$\text{Podíl dividend z čistého zisku} = \frac{\text{nárok na dividendy}}{\text{zisk po zdanění}} \times 100\%$$

Ukazatel je možno použít pro doplnění informace při analýze P/E. Vyjadřuje, jaká část zisku byla použita na výplatu dividend akcionářům. Logicky je možné usoudit, že nízké hodnoty ukazatele by měly ve svém důsledku vést v budoucnu k vyšším tržním cenám, neboť podnik zadržuje větší část svých zisků většinou na svůj rozvoj. Vysoké hodnoty znamenají okamžitý efekt, což je vhodné pro krátkodobé rozhodování investora.

3.5.1.7 Výnos akcie (Dividend Yield)

$$\text{Výnos akcie} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \times 100\%$$

Tento ukazatel je zajímavý pro akcionáře, kteří očekávají pravidelný peněžní příjem ze své investice. Je třeba poznamenat, že dividendový výnos v tržních ekonomikách nebyl v posledních letech příliš vysoký (v Německu 2-3%, v USA 3-4% - také v závislosti na úrokové míře). Zhodnocení akcií bývá především v kapitálovém výnosu, tj. nákup a prodej akcií realizovaný se ziskem. Vysoká hodnota ukazatele obecně indikuje spíše nižší tempo růstu budoucích dividend.

3.5.1.8 Krytí dividend (Dividend Cover)

$$\text{Krytí dividendy} = \frac{\text{zisk na akcii}}{\text{dividenda na akcii}}$$

Ukazatel charakterizuje strategii podniku pro vyplácení dividend. Z růstu ukazatele lze usuzovat na větší bezpečnost podniku. Opak znamená vyšší míru uspokojování akcionářů.

Tento ukazatel vzrostl ze 3,8 na 5,2, což vyjadřuje zvětšení bezpečnosti společnosti z dlouhodobějšího hlediska. Naproti tomu akcionáři krátkodobě orientovaní na dividendový výnos, mohou být s růstem tohoto ukazatele nespokojeni.

3.5.1.9 Poměr tržní ceny k nominálu

$$\text{Poměr tržní ceny k nominálu} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{nominální hodnota akcie}}$$

Ukazatel vyjadřuje reakci trhu na nabízené akcie. Pro prosperující podnik by měla být tržní cena vyšší než nominální, tzn. že poměr by měl být vyšší než 1.

3.5.1.10 Poměr tržní ceny k účetní hodnotě akcie

$$\text{Poměr tržní ceny k účetní} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{účetní hodnota akcie}}$$

Ukazatel porovnává tržní cenu podniku s účetní hodnotou vlastního kapitálu (čistého majetku). Statisticky vzato - mohla by být účetní hodnota čistých aktiv rozumným odhadem tržní ceny akcie. V ekonomikách vyspělých zemí bývá tento poměr cca 1,1. Pokud je tento poměr nižší, znamená to, že tržní cena akcie je příliš nízká. V našich podmínkách se může tržní cena a účetní hodnota akcie dosti významně lišit. Ve skutečnosti, a v našich podmínkách především, záleží na schopnosti podniku produkovat budoucí zisky.

4. Finanční analýza podniku JEMČA a.s.

4.1 JEMČA a.s.

Akciová společnost JEMČA a.s., vznikla jako samostatný obchodní a právní subjekt privatizací státního podniku Balírny obchodu Jihlava v roce 1992. Předmět její činnosti je oblasti balení potravinářských výrobků se specializací na sypané a porcované čaje (přibližně 14 tun ročně).

Hlavními účetními informacemi, které jsem měl k dispozici, byly rozvahy a výkazy zisků a ztrát v plném rozsahu. Aby byly informace srovnatelné, bylo možné použít účetní výkazy pouze z let 1993, 1994 a 1995 (viz příloha).

Tyto údaje jsem dále vložil do programu HARMON. Výstupy poměrové analýzy jsou uvedeny v následujících tabulkách 1 až 5.

4.2 Shrnutí analýzy

V předchozí kapitole jsem již uvedl řadu dílčích komentářů k jednotlivým ukazatelům. Nejvýznamnější změnou v hospodaření podniku, která určila vývoj většiny ukazatelů, byl rapidní pokles zisků během sledovaného období. Úroveň zisku vytvořeného v roce 1995, však, v porovnání s ukazateli pro dané odvětví a celý průmysl, není nijak nízká. Naopak zisk společnosti v roce 1993 byl enormně vysoký.

Tabulka 1: Hodnocení výrobně - technologické činnosti

Ukazatel	Jednotka	1993	1994	1995
Produktivita práce z výnosů	t.Kč/os	3089.78	3115.93	3207.67
Produktivita práce z přid. hodn.	t.Kč/os	1058.27	575.4	538.61
Účinnost zákl.prostř. z výnosů	hal/Kč	424.78	358.32	345.7
Stupeň odepsání zákl.prostředků	v %	49.38	52.86	49.82
Nákladovost výnosů	hal/Kč	76.35	85.01	92.31
Podíl výrobní spotřeby na výrobě	hal/Kč	65.36	79.65	81.74
Materiálová náročnost výnosů	hal/Kč	61.83	65.76	65.47
Materiálová náročnost výroby	hal/Kč	62.54	72.13	70.82
Energetická náročnost výnosů	hal/Kč	0	0	0
Energetická náročnost výroby	hal/Kč	0	0	0
Mzdová náročnost výnosů	hal/Kč	2.5	2.72	2.86
Mzdová náročnost výroby	hal/Kč	2.53	3.01	3.11
Podíl os. nákladů na tržbách	hal/Kč	3.43	4.18	4.27
Průměrná měsíční mzda	Kč	6448.98	7075.68	7647.96
Vázanost zásob na výnosy	hal/Kč	32.24	23.57	30.61
Náročnost výroby na služby	hal/Kč	2.82	7.51	10.92

Výsledky mé analýzy jsem mj. konzultoval s hlavním ekonomem podniku a důvody zmiňovaného poklesu zisku jsem shrnul v následujících bodech:

- Zvyšování cenové hladiny všech vstupů a na druhou stranu stabilní odbyt výroby s nerostoucími výstupními cenami.
- Nízká úroveň konkurence na počátku sledovaného období a následný vstup zahraniční konkurence na český trh.
- Za rok 1993 společnost investovala do propagace a reklamy pouze cca. 100 tisíc Kč. To představuje asi jenom 0,04% ročního obrátu, což je částka naprosto nedostatečná.
- Snaha managementu v roce 1993 vykázat maximální zisk.

- Řada ukazatelů naznačuje příliš konzervativní přístup managementu k riziku. Tento přístup sice zajišťuje vysokou bezpečnost, ale zároveň zamezuje dalšímu rozvoji.
- Stále nedokončená privatizace celého podniku.

Pokud se managementu podaří v budoucnosti zastavit nepříznivý trend vývoje zisku a efektivnosti výroby, zachovat dosavadní dobrou likviditu podniku a udržet dostatečný podíl na trhu, má společnost JEMČA a.s. poměrně dobré vyhlídky do budoucna.

Tabulka 2: Hodnocení efektivnosti hospodaření

Ukazatel	Jednotka	1993	1994	1995
Výnosnost celk.kapit. z CF brutto	v %	49.99	25.75	16.05
Doba obratu celkového kapitálu	dny	228.4	261.38	278.73
Výnosnost vlast.kapit.z CF brutto	v %	78.99	36.43	24.68
Doba obratu vlastního kapitálu	dny	142.89	181.76	175.61
Rentabilita výnosů z hrub.zisku	v %	23.96	15.1	8.09
Rentabilita tržeb z hrub.zisku	v %	24.26	16.87	8.77
Rentab. tržeb z prov.hosp.výsl.	v %	24.19	16.83	8.88
Rentabilita prodeje obch.zboží	v %	*0)	10.67	2.9
Rentabilita nákladů z hrub.zisku	v %	31.39	17.76	8.77
Rentab. mzd.nákl. z hrub.zisku	v %	956.76	554.12	282.92
Rentabilita celk.kap.z čist.zisku	v %	20.24	15.27	7.08
Rentab. vl.kap.z čist.zisku-ROE	v %	31.57	21.45	10.56
Rentabilita zákl.kap. z čist.zisku	v %	49.95	39.48	19.93
Rentab. zákl.kap. z hrub.zisku	v %	96.75	61.48	33.93
Rentab. zákl.kap. z uprav.zisku	v %	119.34	53.44	37.57
Rentabilita výnosů z čist.zisku	v %	12.37	9.7	4.76
Rentabilita tržeb z čist.zisku	v %	12.53	10.83	5.15
Rentabilita nákladů z čist.zisku	v %	16.21	11.41	5.15
Rentab. mzd.nákladů z čist.zisku	v %	494.01	355.86	166.22
Rentab. os.nákladů z čist.zisku	v %	365.77	258.97	120.73
Rentabilita aktiv z čist.zisku-ROA	v %	19.75	14.92	6.65

Tabulka 3: Ukazatele platební schopnosti

Ukazatel	Jednot ka	1993	1994	1995
Okamžitá likvid. krátkodob.záv.	v %	32.02	28.15	19.49
Běžná likvid. krátkodob.závazků	v %	82.93	158.71	107.98
Celk. likvidita krátkodob.závazků	v %	274.11	342.86	268.84
Doba obratu zásob z tržeb	dny	86.12	111.68	104.35
Prům. doba inkasa pohledávek	dny	32.41	72.07	70.31
Inkaso pohl. z obch.styku	dny	30.78	66.93	60.78
Podíl pohl.po lh.spl. na pohl.celk.	v %	0	0	0
Podíl pohl.dlouhod. na pohl.celk.	v %	0	0	0
Splatnost krátkodob.závazků	dny	82.36	58.13	79.45
Splatnost závazků z obch.styku	dny	12.82	54.74	68.53
Saldo obchodního úvěru	dny	-17.96	-12.19	7.76
Pracovní kapitál (Working capital)	tis.Kč	92085	101806	108123
Nekrytý dluh (Floating debt)	tis.Kč	0	0	0
Podíl pracov. kapit. na tržbách	hal/Kč	30.79	37.24	37.26

Tabulka 4: Ukazatele úrovně vlastního kapitálu a zadluženosti

Ukazatel	Jednot ka	1993	1994	1995
Míra krytí investičního majetku	v %	305.78	285.9	305.95
Míra krytí invest.prost.vl.kapit.	v %	332.74	302.12	308.55
Finanční samostatnost	v %	167.09	228.27	170.3
Podíl vlastního kapitálu	v %	62.56	69.54	63
Celková zadluženost	v %	37.44	30.46	37
Míra dlouhodobé zadluženosti	v %	15.29	13.44	13.48
Úvěrová zadluženost	v %	3.3	2.84	6.41
Podíl úvěru na cizím kapitálu	v %	8.82	9.33	17.33
Solventnost podniku	v %	173.3	103.34	49.47
Doba spl. čist.záv. z CF brutto	dny	207.74	348.37	727.77
Doba spl. čist.záv. z CF netto	dny	332.03	518.44	1040.25
Úrokové zatížení zisku	v %	1.52	1.77	4.41
Krytí úroků	koef.	66.96	57.37	23.68

Tabulka 5: Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatel	Jednotka	1993	1994	1995
Základní kapitál	tis.Kč	75002	75002	75002
Počet akcií (přepoč. na nominál)	ks	75002	75002	75002
Nominální hodn. (vybrané) akcie	Kč	1000	1000	1000
Účetní hodnota akcie	Kč	1582	1840	1887
Tržní cena akcie	Kč	2000	1550	800
Dividenda na akcii	Kč	0	133	80
Zisk na akcii	Kč	51.56	499.53	416.92
Kapitalizační koeficient - PE	koef.	38.79	3.1	1.92
Rentabilita akcie	v %	2.58	32.23	52.12
Podíl vyplacených divid. z č.zisku	v %	0	26.62	19.19
Výnos akcie (dividendový)	v %	0	8.58	10
Krytí dividendy	koef.	*0)	3.76	5.21
Poměr tržní ceny k nominálu	koef.	2	1.55	0.8
Poměr tržní ceny k účetní hodn.	koef.	1.26	0.84	0.42

5. Závěrem

Na závěr zhodnotím, do jaké míry je využitelná fundamentální analýza ve finanční praxi a jaké má uplatnění na českém kapitálovém trhu.

5.1 Teorie efektivního trhu

Zajímavý pohled na toto hodnocení nabízí „*teorie efektivního trhu*“, o které se zde jen stručně zmíním. Efektivnost se v teorii financí chápe jinak, než v ostatních oblastech ekonomie. Zde efektivnost znamená, že se rychle vstřebávají informace a nejde o to, aby zdroje produkovaly maximální výstupy. Efektivní trh je takový, na kterém jeho účastníci rychle vstřebávají všechny nové informace a ihned je bezprostředně zahrnují do tržních cen⁷.

Harry Roberts definoval tři úrovně tržní efektivnosti⁸:

1. Slabá forma efektivnosti:

Definice: „Současné ceny akcií odrážejí všechny pohyby cen akcií v minulosti.“

Závěr: „Není možné dosahovat nadprůměrných zisků pomocí technické analýzy.“

2. Polosilná forma efektivnosti:

Definice: „Ceny akcií nejenže odrážejí všechny historické pohyby cen, ale také všechny veřejně dostupné informace.“

⁷ SAMUELSON, P. A. - NORDHAUS, W. A.: *Ekonomie*. 13. vyd. Praha, 1991.

⁸ BREALEY, R. A. - MYERS, S. C.: *Teorie a praxe firemních financí*. 4. vyd. Praha, 1993.

Závěr: „Není možné dosahovat nadprůměrných zisků studiem informací, tj. pomocí fundamentální analýzy.“

3. Silná forma efektivnosti:

Definice: „Ceny akcií odrážejí veškeré informace, ať již veřejné či neveřejné.“

Závěr: „Obchodem s akciemi není možné dosahovat nadprůměrných zisků, a to ani pro tzv. Insider Traders (obchodníci, kteří mají přístup k důvěrným informacím).“

Hypotéza efektivního trhu je často špatně interpretována. Jednou z obvyklých chyb je domněnka, že tato hypotéza připouští možnost dokonalého prognózování. Ve skutečnosti pouze znamená, že ceny odrážejí veškeré dostupné informace. Je zapotřebí si uvědomit jednoduchý fakt: pokud se jeden finanční analytik rozhodne na základě své analýzy určitou akcií koupit, musí logicky nalézt jiného, který mu zase na základě své analýzy akcie prodá.

Ačkoli jen málo prostých ekonomických idejí je tak dalece podpořeno empirickým svědectvím jako teorie efektivního trhu⁹, bylo by chybou předstírat, že tu nejsou žádné záhady nebo očividné výjimky. Proč jsou například mezi brokerskými a investičními společnostmi některé úspěšné a jiné neúspěšné? Proč by všechny finanční instituce prováděly finanční analýzy a vydávaly za ně nemalé prostředky? Proč stále patří profese finančního analytika nebo makléře mezi velmi dobře placené?

⁹ BREALEY, R. A. - MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. 4. vyd. Praha, 1993.

5.2 Fundamentální analýza v ČR

Fundamentální analýza má v České Republice velice svízelné postavení. Důvodů proč tomu tak je, je několik. Především chybí kvalitní data, ze kterých by mohli fundamentální analytici vycházet. Chybí nejen jejich kvalita, množství, ale také jejich vypovídací schopnost. Celá naše ekonomika, tak jako celá společnost, v posledních letech prošla (a stále prochází) bouřlivými změnami. Téměř všechny hospodářské subjekty buď vznikly nebo byly od základu přetvořeny teprve velmi nedávno. Celá struktura hospodářství se dynamicky mění. Takto se staly skoro všechny historické údaje nepoužitelné a zavádějící. A to nejen makroekonomické, ale i mikroekonomické. Je nemožné srovnávat údaje z centrálně řízené ekonomiky s deformovanými cenami, náklady, hospodářskými výsledky, společensko-vlastnickými vztahy atd., s údaji o subjektech se strukturou radikálně odlišných vlastnických poměrů, které se pohybují v rozvíjejícím se tržním prostředí.

Další příčinou nedostatku hospodářských informací je neochota, popřípadě i neschopnost většiny firem o sobě tyto informace podávat. Většina investorů a finančních analytiků (zvláště zahraničních, kteří jsou zvyklí na určitý standard co do obsahu a periodicity), považuje tento nedostatek za jednu z hlavních příčin značné nestability na kapitálovém trhu v ČR. Současný předseda burzovní komory BCPP Tomáš Ježek, dokonce považuje nedostatek informací o společnostech a s tím spojenou nepřehlednost kapitálového trhu, za jednu z hlavních příčin současné nelehké hospodářské situace České Republiky.

Nedávno jsem byl účastníkem Evropského Bankovního a Finančního Fóra v Praze. Chris Thompson, manažer společnosti Hewlett Packard, vě-

noval své vystoupení výhledům na rozvoj finančních informačních systémů do budoucna. Podle něj, nynější manažeři a finanční analytici stále více požadují takové informační systémy, které by umožňovaly okamžitý přehled o aktuální hospodářské situaci v jejich, ale i ostatních společnostech. Tímto směrem také všechny počítačové firmy ubírají svůj vývojový program. To jen dokazuje nezastupitelný význam finanční analýzy pro budoucnost.

W. P. ALEXANDER, R. C. S. Investice, 4. vyd. Praha, Victoria Publishing, 1992.

BREALEY, R. A. - MYERS, F. C.: Teorie a praxe finančních financí, 4. vyd. Praha, Victoria Publishing, 1993.

BLAHA, Z. S. - JINDŘICHOVSKÁ, I.: Jak posoudit finanční zdraví firmy, 2. vyd. Praha, Management Press, 1996.

BLAKE, D.: Analýza finančních účtů, Praha, Grada, 1995.

SAMUELSON, P. A. - NORDHAUS, W. A.: Ekonomika, 13. vyd. Praha, 1991.

Seznam příloh

Příloha 1: Účetní výkaz z výrat podniku JEMČA a.s.

Příloha 1: Rozvaha podniku JEMČA a.s.

Příloha 2: Cash Flow podniku JEMČA a.s.

Seznam literatury

- TEPPER, T. - KÁPL, M.: Peníze a vy. 2.vyd. Praha, Prospektrum 1994.
- MUSÍLEK, P.: Finanční trhy: instrumenty, instituce a management. 1. vyd. Praha, VŠE v Praze 1994.
- SHARPE, W. F. - ALEXANDER, G. S.: Investice. 4. vyd. Praha, Victoria Publishing 1994.
- BREALEY, R. A. - MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. 4. vyd. Praha, Victoria Publishing 1993.
- BLAHA, Z. S. - JINDŘICHOVSKÁ, I.: Jak posoudit finanční zdraví firmy. 2. vyd. Praha, Management Press 1996.
- BLAKE, D.: Analýza finančních trhů. Praha, Grada 1995.
- SAMUELSON, P. A. - NORDHAUS, W. A.: Ekonomie. 13. vyd. Praha, 1991.

Seznam příloh

- Příloha 1: Výkaz zisků a ztrát podniku JEMČA a.s.
- Příloha 1: Rozvaha podniku JEMČA a.s.
- Příloha 2: Souhrnný Cash Flow podniku JEMČA a.s.

Příloha 1: Výkaz zisků a ztrát podniku JEMČA a.s.

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT V PLNÉM ROZSAHU (v tis. Kč)

Ozn. T E X T	Hodnota k		
	31.12. 1993	31.12. 1994	31.12. 1995
I. Tržby za prodej zboží		1819	1276
A. Náklady vynaložené na prodané zboží		1625	1239
+ Obchodní marže	0	194	37
II. Výkony (Výroba)	299391	276113	288840
II.1. Tržby za prodej vlast.výrob.a služ.	299038	271558	288896
2. Změna stavu vnitropod.zásob vl.výr.	334	3891	-423
3. Aktivace	19	664	367
B. Výkonová (Výrobní) spotřeba	195681	219918	236093
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	187225	199170	204561
B. 2. Služby	8456	20748	31532
+ Přidaná hodnota	103710	56389	52784
C. Osobní náklady	10243	11434	12383
C. 1. Mzdové náklady	7437	7927	8522
C. 2. Odměny členům org.společ.a družstva	147	394	472
C. 3. Náklady na sociální zabezpečení	2659	2910	3250
C. 4. Sociální náklady		203	139
D. Daně a poplatky	92	53	163
E. Odpisy nehmot.a hmot.invest.majetku	4016	4180	6103
III. Tržby z prodeje invest.maj.a mater.	1098	3760	16544
F. Zůstat.cena prod.inv.maj. a mater.	1183	4047	16677
IV. Zúčt.rez. a čas.rozl.provoz.výnosů		11888	2998
G. Tvorba rez.a čas.rozl.provoz.nákl.	11879	8533	4069
V. Zúčt.oprav.položek do provoz.výnosů	133	5391	2295
H. Zúčt.oprav.položek do provoz.nákl.	5429	2295	4484
VI. Ostatní provozní výnosy	886	5067	474
I. Ostatní provozní náklady	661	5946	5446
VII. Převod provozních výnosů			
J. Převod provozních nákladů			
* Provozní hospodářský výsledek	72324	46007	25770

Ozn. T E X T	Hodnota k		
	31.12. 1993	31.12. 1994	31.12. 1995
VIII. Tržby z prodeje cen.papírů a vkladů			870
K. Prodané cenné papíry a vklady			870
IX. Výnosy z finančních investic	19	265	11
IX.1. Výnosy z cen.pap.a vkl.v pod.ve sk.			
2. Výnosy z ostat.inv.cen.pap.a vkladů	19	265	11
3. Výnosy z ostat.finančních investic			
X. Výnosy z krátkod.finančního majetku			
XI. Zúčtování rezerv do finanč.výnosů			47
L. Tvorba rezerv na finanční náklady		47	179
XII. Zúčt.oprav.položek do finanč.výnosů			
M. Zúčt.oprav.položek do finanč.nákl.			
XIII. Výnosové úroky	279	717	323
N. Nákladové úroky	1100	818	1122
XIV. Ostatní finanční výnosy	992	341	674
O. Ostatní finanční náklady	265	265	870
XV. Převod finančních výnosů			
P. Převod finančních nákladů			
* Hospodářský výsl.z finanč.operací	-75	193	-1116
Hosp.výsl.za běž.čin. před zdaněním	72249	46200	24654
R. Daň z příjmů za běžnou činnost	34936	16497	9985
R. 1. -splatná	34020	16497	9985
2. -odložená	916		
** Hospodářský výsl.za běžnou činnost	37313	29703	14669
XVI. Mimořádné výnosy	937	345	1284
S. Mimořádné náklady	625	437	492
T. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	159	0	511
T. 1. -splatná	159		511
2. -odložená			
* Mimořádný hospodářský výsledek	153	-92	281
U. Převod podílu na hosp.výsl.společ.			
*** Hospodářský výsledek za účetní obd.	37466	29611	14950
Hospodářský výsledek před zdaněním	72561	46108	25446

Příloha 2: Rozvaha podniku JEMČA a.s.

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU (v tis.Kč)

Ozn. A K T I V A	Stav k 31.12. 1993	Stav k 31.12. 1994	Stav k 31.12. 1995
AKTIVA CELKEM	189723	198490	221783
A. Pohledávky za upsané vlastní jmění	0	0	0
B. Stálá aktiva	44750	54765	52500
B.I. Nehmotný investiční majetek	242	197	246
B.I.1. Zřizovací výdaje	90	90	0
2. Nehmot.výsledky výzk.a obd.činnosti	0	0	0
3. Software	152	107	81
4. Ocenitelná práva	0	0	0
5. Jiný nehmotný investiční majetek	0	0	0
6. Nedokončené nehmotné investice	0	0	165
7. Poskyt.zálohy na nehmot.inv.maj.	0	0	0
B.II. Hmotný investiční majetek	35429	45489	45629
B.II.1. Pozemky	138	174	187
2. Budovy, haly a stavby	9758	9611	9780
3. Samost.movité věci (stroje a dopr.p)	25304	35261	35305
4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0
5. Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0
6. Jiný hmotný investiční majetek	0	4	27
7. Nedokončené hmotné investice	79	289	330
8. Poskyt.zálohy na hmot.invest.maj.	150	150	0
9. Opravná pol. k nabytému majetku	0	0	0
B.III. Finanční investice	9079	9079	6625
B.III.1. Podíl.cen.pap.v podn.s rozh.vlivem	0	0	0
2. Podíl.cen.pap.v podn.s podst.vlivem	0	0	0
3. Ostatní invest.cenné papíry a vkl.	9079	9079	6625
4. Půjčky podnikům ve skupině	0	0	0
5. Jiné finanční investice	0	0	0

Ozn. A K T I V A	Stav k 31.12. 1993	Stav k 31.12. 1994	Stav k 31.12. 1995
C. Oběžná aktiva	141488	138517	162505
C.I. Zásoby	97630	71987	96232
C.I. 1. Materiál	93918	63351	81961
2. Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0
3. Výrobky	3712	7390	7470
4. Zvířata	0	0	0
5. Zboží	0	1246	2106
6. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	4695
C.II. Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
C.II. 1. Pohledávky z obchodního styku	0	0	0
2. Pohl.ke společníkům a sdružení	0	0	0
3. Pohl.v podnicích s rozhod.vlivem	0	0	0
4. Pohl.v podnicích s podstat.vlivem	0	0	0
5. Jiné pohledávky	0	0	0
C.III. Krátkodobé pohledávky	26924	54728	56674
C.III.1. Pohledávky z obchodního styku	25568	50826	48987
2. Pohl.ke společníkům a sdružení	906	0	0
3. Sociální zabezpečení	0	0	0
4. Stát - daňové pohledávky a dotace	0	0	7457
5. Stát - odložená daňová pohledávka	0	0	0
6. Pohl.v podnicích s rozhod.vlivem	0	0	0
7. Pohl.v podnicích s podstat.vlivem	0	0	0
8. Jiné pohledávky	450	3902	230
C.IV. Finanční majetek	16934	11802	9599
C.IV.1. Peníze	9	2	583
2. Účty v bankách	16925	11800	9016
3. Krátkodobý finanční majetek	0	0	0
D. Ostat.aktiva - přechodné účty aktiv	3485	5208	6778
D.I. Časové rozlišení	3485	5208	6778
D.I. 1. Náklady příštích období	3454	5083	6599
2. Příjmy příštích období	31	78	0
3. Kursové rozdíly aktivní	0	47	179
D.II. Dohadné účty aktivní	0	0	0

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU (v tis.Kč)

Ozn. P A S I V A	Stav k 31.12. 1993	Stav k 31.12. 1994	Stav k 31.12. 1995
PASIVA CELKEM	189723	198490	221783
A. Vlastní jmění	118690	138025	138668
A.I. Základní jmění	75002	75002	72122
A.I. 1. Základní jmění	75002	75002	75002
A.I. 2. Vlastní akcie			-2880
A.II. Kapitálové fondy	0	0	0
A.II. 1. Emisní ažio			
2. Ostatní kapitálové fondy			
3. Oceňovací rozdíly z přecen.majet.			
4. Oceňovací rozdíly z kapitál.účastí			
A.III. Fondy ze zisku	7348	31753	51596
A.III.1. Zákonný rezervní fond	7273	8520	18520
2. Nedělitelný fond			
3. Statutární a ostatní fondy	75	23233	33076
A.IV. Hospodářský výsledek minulých let	-1126	1659	0
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	-1126	1659	
2. Neuhrazená ztráta minulých let			
A.V. Hosp.výsledek běž.účet.období /+ -/	37466	29611	14950
B. Cizí zdroje	52587	58470	77232
B.I. Rezervy	11879	8580	9784
B.I. 1. Rezervy zákonné	11879	8533	9605
2. Rezerva na kursové ztráty		47	179
3. Ostatní rezervy			
B.II. Dlouhodobé závazky	0	4326	4442
B.II. 1. Závazky k podnikům s rozh.vlivem			
2. Závazky k podnikům s podst.vlivem			
3. Dlouhodobé přijaté zálohy			
4. Emitované dluhopisy			
5. Dlouhodobé směnky k úhradě		4326	4442
6. Jiné dlouhodobé závazky			

Ozn. P A S I V A	Stav k 31.12. 1993	Stav k 31.12. 1994	Stav k 31.12. 1995
B.III. Krátkodobé závazky	34442	39924	48602
B.III.1. Závazky z obchodního styku	6968	33686	45182
2. Závazky ke společníkům a sdružení	16	4138	2235
3. Závazky k zaměstnancům	447	525	549
4. Závazky ze sociálního zabezpečení	288	342	330
5. Stát - daňové závazky	26684	1221	102
6. Stát - odložený daňový závazek			
7. Závazky k podnikům s rozh.vlivem			
8. Závazky k podnikům s podst.vlivem			
9. Jiné závazky	39	12	204
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	6266	5640	14404
B.IV.1. Bankovní úvěry dlouhodobé	6266	5640	4849
2. Běžné bankovní úvěry			9555
3. Krátkodobé finanční výpomoci			
C. Ostat.pasiva - přechodné účty pasiv	18446	1995	5883
C.I. Časové rozlišení	1349	1015	1280
C.I. 1. Výdaje příštích období	1199	1011	1177
2. Výnosy příštích období			103
3. Kursové rozdíly pasivní	150	4	
C.II. Dohadné účty pasivní	17097	980	4603

Příloha 3: Souhrnný Cash Flow podniku JEMČA a.s.

SOUHRNNÝ CASH FLOW (v tis. Kč)

P.č.	Položka	Hodnota k		
		31.12. 1993	31.12. 1994	31.12. 1995
P	Poč.stav finanč.prostředků	5101	16934	11802
1	Zisk/ztráta po zdanění	37466	29611	14950
2	Odpisy invest.majetku	4016	4180	6103
3	Rezervy tvořené z nákladů	11879	0	1203
4	Zásoby	-52182	25643	-24245
5	Pohledávky	7335	-27804	-1946
6	Cenné papíry krátkodobé	0	0	-2880
7	Položky čas.rozlišení aktiv	-3273	-1723	-1570
8	Závazky z obchodního styku	-8222	26718	11496
9	Ostatní závazky	28081	-36660	1187
10	Cash Flow z provoz.činnosti	25100	19965	4298
11	Nákup hmot.inv. včetně záloh	-150	0	150
12	Ost.zúčt.vzt.v obl. HIM 1)	-2134	-14240	-6393
13	Nákup a prodej fin.inv.	-8829	0	2454
14	Nákup a prodej nehm.inv.	-85	45	-49
15	Cash Flow z invest.činnosti	-11198	-14195	-3838
16	Cash Flow před financováním	13902	5770	460
17	Finanční dotace a subvence	0	0	0
18	Zisk min.obd.(vyrovnání)	-4993	-24706	-25270
19	Poskytnutí krátk.bank.úvěrů	0	0	9555
20	Splátky krátk.bank.úvěrů	0	0	0
21	Poskytnutí dlouh.bank.úvěrů	-1881	-626	-791
22	Splátky dlouh.bank.úvěrů	0	0	0
23	Základní kapitál včt. ažia	0	0	0
24	Čerpání(převody) podn.fondů	4805	24405	19843
25	Nárok na dividendy	0	-9975	-6000
26	Ostatní použití zisku	0	0	0
27	Výpůjčky (včt.dluhopisů)	0	0	0
28	Cash Flow z finanč.činnosti	-2069	-10902	-2663
29	Souhrnný Cash Flow	11833	-5132	-2203
K	Kon.stav finanč.prostředků	16934	11802	9599