



5. Základní oblasti finanční analýzy

I když se informační potřeby různých skupin uživatelů účetních výkazů liší, lze odvodit obecné pravidlo, že všechny tyto skupiny jsou v té či oné míře zainteresovány na zjištění těchto základních charakteristik hospodářské a finanční situace podniku, jehož účetní výkazy jsou předmětem rozboru:

- jaká je **výnosnost** (rentabilita) podniku, tj. jeho schopnost zajistit přiměřený zisk z použitého (vloženého) kapitálu;
- jaká je **platební schopnost** (krátkodobá likvidita) podniku, tj. jeho schopnost uspokojit své finanční závazky v době jejich splatnosti;
- jaká je **hospodářská a finanční stabilita** (dlouhodobá solventnost) podniku, tj. schopnost dlouhodobě zabezpečit své finanční závazky a dlouhodobě dosahovat přiměřené výnosnosti.

Rozbor účetních výkazů se proto přednostně zaměřuje na zjištění uvedených skutečností. Tyto skutečnosti také představují základní cíle účetních výkazů. Je důležité zdůraznit, že pro rozbor úrovně rentability, platební schopnosti a hospodářské a finanční stability jsou účetní výkazy nezbytnou podmínkou; na druhé straně je však nutné vzít v úvahu, že vliv některých činitelů, k nimž je třeba při rozhodování přihlížet, se v účetních výkazech bezprostředně neprojeví. Jde např. o kvalifikaci, celkové schopnosti a zkušenosti vedení podniku, konkurenční schopnost podniku a jeho celkové postavení na trhu, míru diverzifikace výroby apod.

Tato publikace si klade za cíl především zaměřit pozornost na dnes v praxi nejrozšířenější a nejpoužívanější rozborovou techniku rozboru účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů, jejich vypovídací schopnost, vzájemné vazby, způsoby jejich vyhodnocování a také na jejich využití pro hodnocení bonity cenných papírů a predikci finanční tísně. Při znalosti jejich předností, ale i slabin a omezení jsou poměrové ukazatele stále významným a v celosvětovém měřítku nejpoužívanějším prostředkem pro hodnocení dosažených výsledků hospodaření podniku.

Za dlouhou dobu používání poměrových ukazatelů jako metodického nástroje finanční analýzy bylo navrženo velké množství, řádově desítky ukazatelů, z nichž některé se navzájem liší pouze drobnými modifikacemi. Praktickým používáním se však vyčlenily určité skupiny ukazatelů všeobecně akceptované, které umožňují vytvořit si základní představu o hospodářské a finanční situaci daného podniku.

Uspořádání, počet a konstrukce se liší s ohledem na cíl analýzy a s tím spojený okruh uživatelů, pro něž je analýza zpracovávána. Ukazatele se obvykle rozdělují do dvou hlavních kategorií:

1. **provozní ukazatele** (*operating ratios*) vyjadřují finanční výkonnost podniku, celkovou úroveň hospodaření s majetkem,
2. **finanční ukazatele** (*financial ratios*) se zaměřují na posouzení finanční pozice, tj. finanční struktury, zadluženosti a likvidity, tedy schopnosti splácení závazků.

V rámci těchto dvou kategorií se sdružují do skupin, přičemž každá skupina se váže k některému aspektu hospodaření a finanční situace podniku (tedy jeho finanční výkonnosti a finanční pozici). Zpravidla se uvádí dělení na 5 základních skupin, podle posuzované vlastnosti podniku, podle klíčových charakteristik, na které se zaměřuje. Zároveň je nutné upozornit, že ani počet skupin, ani jejich obsahové vymezení není standardizováno.

Mezi základní charakteristiky patří:

- 1) **rentabilita (výnosnost),**
- 2) **aktivita (rychlost a doba obratu aktiv),**
- 3) **likvidita,**
- 4) **finanční stabilita,**
- 5) **ukazatele kapitálového trhu**

První skupinu ukazatelů tvoří **ukazatelé rentability**, resp. **výnosnosti** (*profitability ratios*), tj. různé formy míry zisku (poměření zisku ke kapitálovým vstupům) jako všeobecně akceptovaného vrcholového ukazatele efektivnosti podniku k vyjádření schopnosti dosahovat přiměřený zisk a zhodnocovat tím kapitál do podniku vložený. Vyjadřuje pozitivní nebo naopak negativní vliv řízení aktiv, financování firmy a likvidity na rentabilitu. V rámci této skupiny jsou často uváděny i bezprostřední analytické ukazatele míry zisku, tj. určitá forma rentability odbytu (poměření zisku k výstupu, prodeji) a nákladové rentability (poměření zisku k nákladům). Patří sem zejména následující ukazatele:

- rentabilita celkového kapitálu,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- rentabilita dlouhodobého kapitálu,
- rentabilita tržeb (odbytu),
- rentabilita nákladů.

Druhou skupinu tvoří **ukazatele aktivity** (*asset utilization ratios*). Hodnotí vázanost kapitálu v jednotlivých formách majetku, měří schopnost podniku využívat vložených prostředků. Jsou charakterizovány buď **rychlostí obratu**, resp. obratovostí (počtem obrátek – tj. kolikrát se obrátí konkrétní položka majetku za stanovený časový interval) nebo **dobou obratu** (doba, po kterou je majetek vázán, resp. za jak dlouho proběhne jeho přeměna).

Význam má nejen obrat celkových aktiv, ale i obratovost jednotlivých složek majetku (stálých aktiv, oběžných aktiv, zásob, pohledávek, finančního majetku, apod.) pro nalezení různých “aktivních” úseků hospodaření. Mezi nepoužívanější ukazatele aktivity patří hlavně:

- relativní vázanost celkových aktiv
- obrat, resp doba obratu oběžných aktiv
- obrat, resp doba obratu zásob
- obrat, resp doba obratu pohledávek
- obrat, resp doba obratu závazků

Třetí skupinu představují **ukazatele platební schopnosti**, resp. likvidity (*liquidity ratios*).¹ Cílem těchto ukazatelů je vyjádřit potenciální schopnost podniku hradit své splatné závazky. Základním problémem v této oblasti je zajištění dostatku likvidních prostředků s rezervou na nepředvídatelné situace, avšak bez nadměrného umrtvování kapitálu. Platební schopnost se vyjadřuje v podobě těchto hlavních ukazatelů:

- běžná likvidita,
- pohotová likvidita,
- okamžitá likvidita.

Čtvrtá skupina sdružuje ukazatele hodnotící **finanční stabilitu** vyplývající především ze zadluženosti, zahrnuje celou řadu ukazatelů hodnotících finanční strukturu podniku, zejména porovnáváním poměru vlastních a cizích finančních zdrojů (*debt utilization ratios*). Za nejdůležitější se považují tyto ukazatele:

- celkové dluhy (cizí zdroje) k celkovým aktivům, tzv. věřitelské riziko,
- vlastní kapitál k celkovým aktivům,
- celkové dluhy (cizí zdroje) k vlastnímu kapitálu,
- úrokové krytí, resp. zisková úhrada úroku,
- krytí úvěrového břemene,
- doba splácení dluhů, aj.

Pátá skupina obsahuje **ukazatele kapitálového trhu**, jde-li o akciovou společnost, jejíž akcie jsou veřejně obchodovatelné. Jedná se především o tyto ukazatele:

- výplatní poměr,
- dividenda na akcii,
- dividendový výnos,
- ziskový výnos (rentabilita tržní ceny akcie),
- P/E (Price/Earning) tj. tržní cena akcie dělená ziskem na 1 akcii,
- Price/book Value,
- dividendové krytí

¹ V souvislost s platební schopností je kromě pojmu likvidita, kterou se zpravidla rozumí souhrn všech likvidních prostředků podniku, používán i pojem solventnost jako schopnost podniku okamžitě hradit své finanční závazky v době jejich splatnosti.

Následující text se bude zabývat hlavními reprezentanty jednotlivých skupin ukazatelů a zároveň charakterizovat jejich vypovídací schopnost, výhody a nevýhody, vzájemné souvislosti a vazby na ostatní ukazatele. Pro řadu ukazatelů neexistuje zcela jednotná všeobecně přijatá česká terminologie, tzn. že uvedené termíny nemusí nutně souhlasit s terminologií používanou jinými autory. Z tohoto důvodu je uváděn kromě definice a konstrukce ukazatele jeho standardní název v angličtině.

6. Analýza rentability

Problematika zjišťování **rentability**, resp. **výnosnosti** je již dlouhou dobu v řadě zemí velmi populární, a to z více důvodů. Především je organickou součástí mnoha rozhodovacích procesů, při nichž je třeba brát v úvahu, jakého ekonomického přínosu se dosáhlo, resp. dosáhne vynaložením určité částky prostředků na určitý účel. Vzhledem k omezenosti finančních prostředků je takový propočet nutný v převážné většině dlouhodobých rozhodnutí, jejichž důsledky se – na rozdíl od rozhodnutí krátkodobých – projeví v průběhu více let. Jde např. o rozhodování o tom, do kterých projektů investovat finanční prostředky, zda koupit či naopak prodat akcie či dluhopisy toho či jiného podniku, zda má ústředí investovat do té či jiné pobočky, zda v činnosti podniku pokračovat či naopak ji ukončit atd. Zjištění výnosnosti použitého kapitálu je například i součástí výpočtu tzv. **maximální nabídkové ceny**, již je přejímající podnik ochoten zaplatit za podnik, který přichází v úvahu pro převzetí. Velmi široké použití má měření výnosnosti vložených prostředků i ve vnitropodnikovém řízení, zejména při řízení větších vnitropodnikových jednotek, na něž byla delegována značná pravomoc a odpovědnost.¹

Rentabilita, resp. **výnosnost** vloženého kapitálu, patří k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti. Přestože každý podnik má své specifické cíle, jejichž míra naplnění slouží jako kritérium úspěšnosti daného podniku, je všem podnikům společný cíl dosahovat uspokojivé výnosnosti vloženého kapitálu, kterou je ovšem třeba hodnotit v souvislosti s **platební schopností** (likviditou) a **finanční stabilitou**, které souvisí s celkovou majetkovou a finanční strukturou.

Podnik vedený snahou maximalizovat zisk za každou cenu se však může dostat velmi rychle do finančních potíží vyplývajících např. z přeúvěrování (k němuž může dojít např. v důsledku snahy o urychlené získávání finančních prostředků na expanzi), z příliš vysokého stavu zásob, z chybného investování dočasně volných peněžních prostředků do dlouhodobých cenných papírů, které nemůže pohotově přeměnit v peníze apod. Naopak příliš opatrný podnik, který se chce za každou cenu vyhnout riziku platební neschopnosti a udržuje proto relativně vysokou pojistnou zásobu pohotových peněžních prostředků, umrtvuje zbytečně své kapitálové zdroje a dosahuje výrazně menší výnosnosti. To může ohrozit jeho technický rozvoj, obnovu výrobního zařízení a tím i výši nákladů a konkurenceschopnost. Z toho je patrné, že dlouhodobá finanční stabilita podniku je podmíněna správnou strukturou zdrojů (optimálním poměrem mezi vlastními a cizími zdroji) a dále výběrem nejvhodnějších cizích zdrojů.²

¹ Fireš, B.: Základy účetnictví v tržní ekonomice, str. 92, Institut řízení, Praha, 1991

² Kovanicová, D.: Abeceda účetních znalostí pro každého, str. 338, IX. vydání, POLYGON, Praha, 1999

Každé investiční rozhodnutí je také spojeno s **rizikem**, které musí být posuzováno spolu s **očekávaným výnosem**. Investoři se zajímají hlavně o **míru rizika** a **míru výnosnosti** jimi vloženého kapitálu. Obě veličiny spolu úzce souvisí a vzájemně na sebe působí, proto důsledky přijatých rozhodnutí je nutno hodnotit jak z hlediska dopadu na výnosnost, tak i z hlediska vlivu na riziko podstupované podnikem. V souladu s obecným cílem podniku dosáhnout uspokojivé rentability vložených prostředků spolu s trvalým zachováním uspokojivé finanční situace umožňující trvalý rozvoj podniku je třeba zkoumat, zda ve snaze maximalizovat zisk není podnik příliš zadlužen nebo naopak zda příliš neumrtvuje kapitálové zdroje udržováním relativně značné zásoby peněžních prostředků s cílem minimalizace rizika platební neschopnosti. Optimální kompromis těchto dvou proti sobě jdoucích cílů (výnosnosti a finanční stability) závisí na specifických podmínkách, ve kterých podnik funguje.

Rentabilita vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Je formou vyjádření míry zisku, ziskovosti, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní **kritérium pro alokaci kapitálu**.

Ukazatelů rentability se používá pro hodnocení a komplexní posouzení:

- celkové efektivnosti činnosti a výtěžkové schopnosti podniku,
- intenzity využívání majetku podniku,
- reprodukce a zhodnocení kapitálu vloženého do podniku.

Za nejvýznamnější způsob, jímž se hodnotí podnikatelská činnost, úroveň hospodaření podniku, je porovnání celkového zisku s výší podnikových zdrojů, vloženého kapitálu, kterého bylo použito k jeho dosažení.

Zisk je absolutním ukazatelem **výkonu**. Zisk vztažený ke kapitálu se nazývá rentabilita, resp. výnosnost, což je relativní ukazatel **výkonnosti** podle údajů z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty.

Ukazatele rentability patří do kategorie tzv. mezivýkazových poměrových ukazatelů, protože využívají údajů ze dvou základních účetních výkazů: z rozvahy zjišťujeme velikost kapitálu, z výkazu zisku a ztráty zjišťujeme velikost zisku a tržeb.

Obecně se rentabilita vyjadřuje pomocí jednoduchého vzorce, v němž se dosažený výnos (zisk) poměruje k částce vloženého (použitého) kapitálu:

$$\frac{\text{zisk}}{\text{vložený kapitál}}$$

Do **čitatele** lze dosadit zisk před úroky a zdaněním, zisk před zdaněním, zisk po zdanění, apod. Při výběru příslušné ziskové kategorie musíme především brát v úvahu požadovaný ekonomický význam ukazatele, záleží i na určitých zvyklostech platných v jednotlivých zemích.

Zisk v analýze rentability

České účetnictví rozeznává několik kategorií **zisku**, používá však pojmu **výsledek hospodaření**, který obsahově je více, či méně srovnatelný s kategoriemi zisku používanými v anglosaských zemích. Ve finanční analýze se lze setkat s **různými formami zisku**. Přibližme nejpoužívanější kategorie zisku a základní vztahy mezi nimi.

zisk po zdanění = výsledek hospodaření za účetní období

zisk před zdaněním = výsledek hospodaření za účetní období před zdaněním

zisk před úroky a zdaněním („provozní zisk“) \neq provozní výsledek hospodaření¹

zisk před odpisy, úroky a zdaněním – nemá protějšek v českém výkazu zisku a ztráty

ZISK
Zisk po zdanění (Z – EAT)
+ daň z příjmů za mimořádnou činnost
+ daň z příjmů za běžnou činnost
<hr/>
= Zisk před zdaněním (ZD – EBT)
+ nákladové úroky
<hr/>
= Zisk před úroky a zdaněním (ZUD – EBIT)
+ odpisy
<hr/>
= Zisk před odpisy, úroky a zdaněním (ZOUD – EBITDA)

zdroj: autor

Z – zisk po zdanění (*earnings after tax – EAT*), v terminologii účetních výkazů ČR **výsledek hospodaření za účetní období**. Je to **čistý zisk** (*net profit, net income NI*), který zůstane podniku k rozdělení mezi akcionáře, držitele všech akcií (kmenových i prioritních) a k doplnění nerozděleného (zadržného) zisku (*returned earnings*) ponechaného v podniku, ke zvýšení vlastního kapitálu. Zisk po zdanění (vedle jiných modifikací výnosnosti) bývá ukazatelem motivace a zainteresovanosti v manažerských smlouvách. Po rozdělení části zisku po zdanění **Nerozdělený (zadržný) zisk** je interním zdrojem financování (samofinancování) rozvoje, zdrojem prostředků na splácení dluhů, udržuje

¹ **Provozní výsledek hospodaření** představuje rozdíl mezi provozními výnosy a provozními náklady, zejména rozdíl mezi tržbami za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb a nákupní cenou za prodané zboží, výrobními náklady na prodané výrobky a služby, včetně některých dalších výnosů a nákladů (prodej majetku, zúčtování a tvorba rezerv a časového rozlišení, zúčtování opravných položek do provozních nákladů).

Provozní výsledek hospodaření podle české metodiky představuje spolehlivé ohodnocení provozní výkonnosti podniku a někdy je považován za přijatelnou náhradu za anglosaský EBIT (ZUD).

Druhou možností, jak EBIT kvantitativně vyjádřit, je součet zisku po zdanění (tj. výsledek hospodaření za účetní období) + nákladové úroky + daň z příjmů za běžnou a mimořádnou činností.

reálnou hodnotu vlastního kapitálu vzhledem k inflaci, představuje pojistku proti případné budoucí ztrátě.

ZD – zisk před zdaněním (*earnings before tax – EBT*) = EAT zvýšený o daň z příjmů za běžnou činnost a daň z příjmů za mimořádnou činnost. Zasloužil by si větší využití ve finanční analýze, protože daňové úlevy nepravidelně udělované (různé daňově uznatelné náklady) či změny daňových sazeb maří meziroční srovnatelnost ukazatelů výkonnosti podniku. Je důležitým pohledem na výkonnost při trendové (horizontální) analýze, kdy v čase se může měnit zdanění zisku, případně při mezipodnikovém srovnání, neboť skutečné zdanění se může v jednotlivých firmách významně lišit.

ZUD – zisk před úroky a zdaněním (*earnings before interest and tax – EBIT*) = EBT zvýšený o nákladové úroky. Zisk před úroky a zdaněním je rozdílem všech výnosů a nákladů (nejen provozních), s výjimkou nákladových úroků. Označuje se též jako „**provozní zisk**“ (*operating profit*), je založen na představě, že i úroky by mohly být užitím zisku, kdyby nebyly zahrnuty do nákladů. Měří efekt podnikatelské činnosti, kterého je podnik schopen dosáhnout, přičemž se v tomto případě abstrahuje od způsobu financování (vlastní kapitál nebo dluhy) a od zdanění. Představuje výdělek, vytvořený zásluhou činnosti podnikatele. Úroky jdou na úkor jeho výdělku – podnikatel se musí vzdát části výdělku ve prospěch věřitelů.

Výdělek je produktem majetku (aktiv) a investoři ho preferují právě pro svoji komplexnost a relevantnost kapacitě aktiv. Obvykle je tedy klíčovou vstupní veličinou pro měření produkční síly aktiv.

Je také důležitou makroekonomickou veličinou, sleduje se podíl jednotlivých subjektů na jeho rozdělení:

- vlastníků zisk po zdanění,
- státu daň z příjmů,
- věřitelům úroky (při zadluženosti úročenými dluhy).

Tím, že stát uznává úroky z přijatých úročených dluhů za náklad, vztahuje se na úroky **daňový štít** – z nákladových úroků (do určité výše¹) se daň z příjmů neplatí. Každý náklad znamená totiž daňovou úsporu: kdyby jej nebylo, byl by o to výnos větší, a zvýšila by se přiměřeně platba z titulu daně z příjmů.

Úroky se tedy neplatí z nezdaněného výdělku, nýbrž na vrub nákladů. Podnikateli vzniká daňová povinnost ze zisku před zdaněním, ale musí zaplatit věřitelům nákladové úroky, které jsou ovšem nižší právě o daňovou úsporu (= úroky × sazba daně z příjmů). Podnikatel je ve stejné situaci, jako kdyby platil úroky snížené sazbou daně z příjmů:

$$\begin{aligned} \text{ZUD po zdanění daní z příjmů} &= \\ &= \text{zisk před zdaněním} - \text{daň z příjmů} + \text{úroky} - \text{úroky} \times \text{sazba daně z příjmů} = \end{aligned}$$

¹ Za náklady pro daňové účely nelze např. uznat úroky z úvěrů a půjček, přesahujících čtyřnásobek vlastního kapitálu (§ 25 zákona o daních z příjmů).

$$= \text{zisk po zdanění} + \text{úroky} \times (1 - \text{sazba daně z příjmů})$$

Výraz „zisk po zdanění + úroky \times (1 – sazba daně z příjmů)“ čteme jako „zisk po zdanění + zdaněné¹ úroky“. Celá tato částka by byla připadla podnikateli, kdyby se byl rozhodl financovat pořízení celého majetku vlastním kapitálem, bez použití cizího kapitálu. Zisk před úroky a zdaněním by byl totiž totožný se ziskem před zdaněním, a o uspořené úroky by se byl zvýšil daňový základ.

Zisk po zdanění + zdaněné úroky vyjadřuje **zisk po zdanění nezadluženého podniku**.

Provozní zisk (ZUD, EBIT) patří k pilířům analýzy finanční výkonnosti. Je nezávislý na zadluženosti, úrokové sazbě a sazbě daně z příjmů, které nemají nic společného s finančními aspekty provozní (hlavní) činností. Není totožný s účetním provozním výsledkem hospodaření.

Na zisk před úroky a zdaněním působí vlivy technické a hospodářské. K technickým patří velikost podniku, způsob výroby (sériová, hromadná, kusová) a používaná technologie. Po makroekonomické stránce na rentabilitu firmy účinkuje především vývoj na trhu a typ konkurenčního prostředí.

ZOUD – zisk před odpisy, úroky, zdaněním (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization – EBITDA*², nebo *earnings before depreciation, interest and tax – EBDIT*) = EBIT zvýšený o odpisy. Odpisy se vztahují k hodnotě používaného a opotřebovaného majetku, úroky se odvozují od používaných úročených dluhů a zisk před zdaněním jako reziduum se poměřuje k investovanému kapitálu.

Tento ukazatel finančního výkonu není ovlivněn rozdílnou odpisovou politikou při časovém a prostorovém srovnávání. ZOUD byl předchůdcem pozdějšího čistého peněžního toku z provozní činnosti, se kterým má společné prvky. Při analýze peněžních toků se v Kralicekově Quick-testu setkáme s tzv. nezdaněným *Cash Flow* „zisk před zdaněním + odpisy“, což odpovídá ZOUD nezadluženého podniku (který ze ZOUD neplatí úroky).

Existuje zdaněná varianta tohoto ukazatele „zisk po zdanění + zdaněné úroky + odpisy“, která se uplatňuje ve finančním plánování. V poslední době používá ZOUD jako ukazatel výkonu, na kterém bývá zainteresován top management a členové statutárních orgánů. Ztráta totiž způsobí opticky jen relativně malé snížení stále oblíbenějšího „*EBITDA*“.

Výše uvedené obecně používané kategorie zisku jsou odvozeny z odlišného členění výkazu zisku a ztrát, kde se výkaz v provozní části sestavuje v kalkulačním členění. Přímé náklady a výrobní režie se zahrnují do položky „výrobní náklady na prodané výrobky, služby a zboží“ (*costs of goods sold*). Správní náklady (*administrative expenses*) a odbytové

¹ Úroky zdaněné sazbou daně z příjmů, tj. úroky snížené o daňovou úsporu (daňový štít).

² Depreciation – odpisy z dlouhodobého hmotného majetku, amortization – odpisy z dlouhodobého nehmotného majetku.

náklady (*distribution costs*), případně další nepřímé náklady se vyjadřují samostatnými položkami. Rozdíl mezi výnosy a náklady na prodané výrobky, služby a zboží představuje hrubý zisk (*gross profit*). U nás se často termínu "hrubý zisk" používá k vyjádření zisku před zdaněním, což však může být zavádějící a proto nepovažujeme za vhodné tento pojem používat. Po odečtení dalších nepřímých nákladů (správních, odbytových, aj.) získáme zisk před úroky a daněmi (EBIT, nebo také *operating profit* neboli zisk z provozní činnosti).

Kapitál v analýze rentability

Kapitálem nazýváme ve finanční analýze veškeré finanční prostředky, uváděné v pasivech rozvahy.

Vlastní kapitál tvoří finanční prostředky, které do podniku vložili nebo v podniku ze zisku ponechali zpravidla (kromě některých zdrojů kapitálových fondů) investoři. Vlastní kapitál představuje účetní hodnotu firmy. V důsledku chronické ztrátovosti může být nižší než základní kapitál, nebo i záporný.

Součástí vlastního kapitálu je část, která má původ v nerozděleném zisku: fondy ze zisku, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření za účetní období. Je to **nerozdělený (zadržенý) zisk**, nazývaný ve finančním účetnictví také **kumulovaný výtěžek**.

Do **cizích zdrojů** jsou zahrnuty rezervy, tvořené z nákladů či zisku podniku, spolu s kapitálem, získaným od věřitelů. Finanční analýza operuje – spíše než s cizími zdroji – s **dluhy** (s cizím kapitálem), tj. **cizí zdroje** minus **rezervy**. Používá se také kategorie „**čisté dluhy**“, která označuje dluhy snížené o krátkodobý finanční majetek.

Rozlišují se dluhy:

- **dlouhodobé a krátkodobé**, nikoli podle podmínek úvěrové smlouvy, ale podle doby, která zbývá k rozvažnému dni do lhůty splatnosti. V posledním roce trvání závazku nebo úvěru, uzavřeného jako dlouhodobý, se podíl dlouhodobého kapitálu sníží převedením dlouhodobého dluhu mezi krátkodobé finanční závazky nebo krátkodobé bankovní úvěry.
- **úročené a neúročené**, úročené jsou někdy i finanční krátkodobé závazky, neúročené jsou provozní krátkodobé závazky z obchodního styku, vůči zaměstnancům a státu. Ovšem formalizovaná finanční analýza zpravidla pokládá všechny krátkodobé závazky za neúročené.
- **finanční a provozní** podle činnosti, ve které vznikají. Toto hledisko se obvykle shoduje s předcházejícím členěním. Existují však také někde finanční krátkodobé a dlouhodobé závazky neúročené (půjčky v rámci skupiny).

Časové rozlišení (výdaje příštích období, výnosy příštích období) nepatří ani do vlastního kapitálu, ani do cizích zdrojů, ale do celkového kapitálu se zahrnuje.

Ve finanční analýze se také používá agregace **dlouhodobý investovaný kapitál**, složená z vlastního kapitálu a z dlouhodobých dluhů (dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů), popř. i z dlouhodobých rezerv a z odložené daně z příjmů.

Ve vzorci rentability stejně tak jako u čitatele (zisku) mohou být rozdílné přístupy k vyjádření **jmenovatele** pokud se týká **vloženého kapitálu** podniku. První přístup bere v úvahu **celkový kapitál** (vlastní i cizí), resp. **celkový majetek (aktiva)**, bez ohledu na zdroje, z jakých je financován (zda ze zdrojů vlastních nebo cizích). V tomto případě hovoříme o **rentabilitě celkového kapitálu** nebo také **rentabilitě aktiv**. Druhá forma, která je důležitá z hlediska vlastníků podniku, považuje za vložený kapitál jen **vlastní kapitál** a pak hovoříme o **rentabilitě vlastního kapitálu**.

Někdy se za vložený kapitál dosazuje **dlouhodobý investovaný kapitál** (*capital employed*), jenž zahrnuje: vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry + příp. dlouhodobé rezervy, tj. suma všech investovaných peněz, jak akcionářů, tak dlouhodobých věřitelů, jehož výnosnost se také sleduje, aby se vyjádřil význam dlouhodobého investování. Pak hovoříme o **rentabilitě dlouhodobého kapitálu**.

Dříve než začneme pracovat s nějakou informací, je nutné znát přesnou konstrukci ukazatele, tj. které položky analytik zahrnul do čitatele a které do jmenovatele zlomku. Konstrukce ukazatelů rentability a jeho výpočet není v různých zemích zcela shodný a liší se hlavně podle toho, jaký rozsah a obsah mají údaje zahrnuté do jeho výpočtu, jaký zisk se dosazuje do čitatele a co rozumíme v konkrétním případě pod pojmem vložený kapitál ve jmenovateli. Z toho pak vyplývají různé modifikace tohoto ukazatele a zejména při porovnávání jeho hodnot je nutno mít na zřeteli, jaké údaje se přebírají z výkazu zisku a ztráty, pokud jde o výši zisku a jeho různé formy, a z rozvahy, pokud jde o částku vloženého kapitálu.

Navíc je třeba mít na paměti, že pro potřeby finanční analýzy a různá rozhodování, pro které se výnosnost vloženého kapitálu vypočítává, se příslušné údaje účetních výkazů o zisku a vloženém kapitálu mohou různým způsobem upravovat, popř. vytvořit i vlastní úpravy ukazatelů.

Ukazatele rentability se v praxi používají v různých obměnách a modifikacích, podle toho, kdo a k jakému účelu je používá. Liší se hlavně podle toho jaký rozsah a obsah mají údaje zahrnuté do jeho výpočtu. Zaměříme pozornost jen na nejdůležitější z nich a přiblížíme si jejich vypovídací schopnost.

Ke zjišťování a měření rentability, resp. výnosnosti vloženého kapitálu se v praxi nejvíce využívají tyto ukazatele:

- rentabilita celkového kapitálu,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- rentabilita dlouhodobého kapitálu,
- rentabilita tržeb (odbytu),
- rentabilita nákladů

Rentabilita celkového kapitálu

Rentabilita celkového kapitálu se považuje za základní měřítko rentability, resp. výnosnosti neboli finanční výkonnosti, poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

Výkon veškerého majetku je dán **výdělkem** v podobě zisku před zdaněním a před úhradou úroků. Tento postup výpočtu lze zdůvodnit tím, že jak zisk po zdanění, tak i částka daně z příjmů a úroky placené z cizího kapitálu představují různé formy celkového zisku dosaženého použitím celkového vloženého kapitálu.

Pokud jde o částku vloženého kapitálu, ta se však nepřebírá ze zdrojové části rozvahy, ale z části, v níž jsou vykazována aktiva podniku. Klíčovým je zde tedy pohled přes majetkovou bázi a schopnost podniku ji efektivně využít. Celkový majetek (aktiva) se ale stejně podle bilanční rovnice shoduje s celkovým kapitálem.

Rentabilita celkového kapitálu nezávisí na struktuře kapitálu (zda bylo financování z vlastního kapitálu nebo z kapitálu věřitelů), ani na úrokové a daňové sazbě, jen na efektivní alokaci kapitálu do výnosného majetku a na jeho hospodárném využívání. Zajímají se o ni investoři i věřitelé.

Rentabilita celkového kapitálu RCK, neboli **rentabilita aktiv** (*return on assets* – ROA, nebo *return on investments* – ROI) je dána **výdělkovou schopností**, resp. **produkční silou** (*earning power*) majetku podniku:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{aktiva}} \times 100 \quad [\%]$$

Přísně vzato, do jmenovatele by se měl uvést **průměr** stavu aktiv k počátku a konci účetního období, protože **toková** veličina ZUD se kumuluje po celé účetní období, po které **stavová** veličina „aktiva“ mění svou velikost – zpravidla roste. Jde zpravidla o „zpřesnění“ ukazatele, které lze pominout. Tato poznámka platí pro všechny ukazatele, kde dochází k souběhu tokové a stavové veličiny.

Z hlediska tří oblastí podnikatelských činností (provozní, investiční a finanční) odráží rentabilita celkového kapitálu všechny aktivity bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány. Finanční struktura podniku je irelevantní, hodnotí se reprodukce veškerého kapitálu vloženého do podniku bez ohledu na jeho původ, zda je vlastní nebo cizí.

Je-li číselný ukazatel definován jako součet zisku před zdaněním a úroků není tak vůbec podchycen efekt zdanění. Ukazatel v takovéto podobě (tzv. **nezdaněná rentabilita**) informuje o tom, jaká by byla rentabilita podniku, kdyby neexistovala daň ze zisku. Daň ze zisku je však přirozenou součástí ekonomického prostředí. Tato forma je však užitečná, protože vyjadřuje skutečnost, že majetek vytváří výdělek, který je následně rozdělován na čistý zisk (podnikům), daň z příjmu (státu) a úrok (věřitelům). Informace o proporcích, v jakých se zisk (EBIT, resp. ZUD) rozděluje mezi tyto tři subjekty je důležitá zejména

z makroekonomického hlediska, protože například daně nesouvisí bezprostředně s reprodukcí kapitálu a podnikový management stejně nemůže výši zdanění příliš ovlivnit. Hodnocení vývoje ukazatele EBIT se zaměřením na jeho strukturu a dělení by měl být také nedílnou součástí finanční analýzy.

Určité opodstatnění však může mít v případě porovnání podniků působících v různých zemích s rozdílnými daňovými podmínkami, různou zadlužeností a pro porovnání výsledků podniku v čase.

Ve financích podniku se preferuje v souvislosti s řízením kapitálových nákladů rentabilita celkového kapitálu po zdanění (tzv. **zdaněná rentabilita**) zdRCK, která zohledňuje daňový štít. V čitateli je zisk po zdanění + zdaněné úroky:

$$\text{RCK po zdanění} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky}}{\text{aktiva}} \times 100 [\%]$$

zdaněné úroky = úroky nákladové x (1 – sazba daně ze zisku)

Do čitatele zlomku se zahrnuje částka zisku po zdanění a přičítá se úrok rovněž po zdanění jako výnos z cizího kapitálu. Smyslem ukazatele je poměřit veškerý vložený kapitál s výslednými efekty, které vznikly produktivním využitím tohoto kapitálu. Zisk po zdanění je pouze částí výsledného efektu. Druhou část tvoří odměna věřitelům za zapůjčení kapitálu, tj. úroky. Pokud tyto úroky nechápeme jako náklad podniku, ale jako zisk věřitelů, který jim je zdaněn sazbou daně z příjmů (ze zisku), pak to je důvodem, proč v čitateli zlomku ukazatele je zahrnována zdaněná částka vyplacených nákladových úroků. Efektem reprodukce celkového kapitálu je tedy součet zisku po zdanění a "zdaněných úroků". Tato konstrukce ukazatele umožňuje srovnatelnost rentability celkového kapitálu u podniků s různým podílem cizích zdrojů ve finanční struktuře. Finanční analytika přitom zajímá, jak by se změnila rentabilita celkového kapitálu, kdyby byl cizí kapitál nahrazen vlastním kapitálem a podnik by neplatil žádné úroky.

Přestože výše uvedený způsob konstrukce ukazatele je zcela správný, prakticky se často používá metodicky méně korektní postup, při kterém se s úroky neuvažuje:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{aktiva}}$$

Jeho konstrukce a interpretace je odůvodňována tak, že vyjadřuje schopnost managementu využít celková aktiva ve prospěch vlastníků. Jeho nevýhoda spočívá v tom, že když efekt "zdaněných úroků" neuvažujeme, může docházet ke změně hodnoty tohoto ukazatele rentability celkového kapitálu pouze vlivem změny finanční struktury a nikoliv v důsledku lepšího či horšího hospodaření podniku. Ukazatel je tedy silně závislý na způsobu financování aktiv a nelze ho využít pro srovnání podniků s různou finanční strukturou.

Oblibu, zejména v manažerských kruzích, rentabilita celkového kapitálu založená na zisku před odpisy, úroky a zdaněním:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním} + \text{odpisy}}{\text{aktiva}}$$

nebo jeho zdaněná podoba:

$$\text{RCK} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky} + \text{odpisy}}{\text{aktiva}}$$

Tento ukazatel vychází skoro vždy výrazně kladný, značně větší než nula. Do oboru záporných čísel by se dostal pouze, kdyby ztráta byla větší než zdaněné úroky + odpisy. Taková extrémní situace by byla stěží slučitelná s pokračujícím trváním podniku.

Kromě tří hlavních výše uvedených způsobů vyjádření rentability se často setkáváme s ukazatelem **rentabilita dlouhodobého kapitálu**, RDK (*return on capital employed* – ROCE) ve tvaru

$$\text{RDK} = \frac{\text{zisk po zdanění} + \text{zdaněné úroky}}{\text{dlouhodobý kapitál}} \times 100$$

Dlouhodobý kapitál = vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + bankovní úvěry dlouhodobé, příp. i (+ rezervy)

V čitateli jsou právem všechny úroky (i z krátkodobých dluhů), protože čísel vyjadřuje zdaněný výdělek z veškerého majetku.

Představuje široce používané měřítko výkonnosti podniku, velmi často pro mezipodnikové srovnání. V čitateli zlomku jsou celkové výnosy investorů (pro vlastníky zisk, pro věřitele úroky) a ve jmenovateli jsou dlouhodobé finanční prostředky, které má podnik k dispozici, tj. suma dlouhodobě investovaného kapitálu, jak akcionářů, tak věřitelů. Opírá se o základní filozofii kapitálového trhu, který je vnímán jako základní místo, kde podniky získávají dodatečné zdroje pro financování potřeb.

Krátkodobá pasiva jsou vyloučena na základě toho, že by neměl být očekáván významnější vliv na rentabilitu u krátkodobých zdrojů. Krátkodobá pasiva nebývají ani považována za kapitál, protože nejsou získávána na kapitálovém, ale na peněžním trhu, či vznikají z obchodních vztahů. Ukazatel se používá spíše u velkých průmyslových korporací, kde je dlouhodobý kapitál zastoupen značným procentem.

Rentabilita vlastního kapitálu

Ve finanční analýze je velká pozornost věnována měření zhodnocení vlastního kapitálu, **rentabilitě vlastního kapitálu** RVK (*return on equity* – ROE), která vyjadřuje efektivnost

reprodukce kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky (přímo nebo nepřímo prostřednictvím akumulace nerozděleného zisku). Vlastníci posuzují vytvořený zisk jako výdělek z investovaného kapitálu, zajímá pochopitelně především akcionáře, ale neméně zajímá vedení podniku, které je zodpovědné za efektivní spravování majetku akcionářů.

Finančním výkonem je zisk po zdanění. **Rentabilita vlastního kapitálu** představuje výnos pro vlastníky:

$$RVK = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100 \quad [\%]$$

Poměrový ukazatel slouží k testování

- možné účasti vlastního kapitálu na zvyšování kapitálových zdrojů,
- udržitelné míry růstu firmy odvozené od růstu vlastního kapitálu,
- šance na udržení reálné hodnoty vlastního kapitálu v podmínkách inflace,
- úroveň výnosnosti vlastního kapitálu ve srovnání s náklady na cizí kapitál.

Podle tohoto ukazatele mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou, zda přináší dostatečný výnos odpovídající riziku investice. Rentabilita vlastního kapitálu by měla být vyšší než alternativní výnos stejně rizikové investice nebo míra výnosu bezrizikové alokace kapitálu na finančním trhu, za kterou lze u nás považovat například průměrný roční výnos pětiletých státních dluhopisů do doby splatnosti. Pokud je hodnota ukazatele trvale nižší, případně i stejná jako výnosnost cenných papírů garantovaných státem (např. státních dluhopisů, státních pokladničních poukázek aj.), potom by byl podnik odsouzen k zániku, neboť racionálně uvažující investor požaduje od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení.

Rentabilita vlastního kapitálu je ovlivňována výší zisku po zdanění, dále pak vývojem vlastního kapitálu, který však na rozdíl od čistého zisku nepodléhá tak výrazným meziročním změnám. Ukazatel rentability ztrácí v některých případech vypovídací schopnost: když je vlastní kapitál velmi nízký, pak rentabilita nabývá extrémně vysokých hodnot. Stejně tak u podniků, které jsou ve ztrátě a mají záporný vlastní kapitál, pak výsledná rentabilita nabývá kladných hodnot, což logicky nedává žádný smysl.

Rentabilita celkového kapitálu, zahrnující daň z příjmů, není souměřitelná s rentabilitou vlastního kapitálu, ze které je daň z příjmů vyloučena. Pro posouzení podstatných příčin rozdílů, mimo vliv daně z příjmů, je třeba uvést ukazatel **rentabilita vlastního kapitálu před zdaněním** (tzv. **nezdaněná rentabilita**) nezdRVK:

$$RVK = \frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{vlastní kapitál}} \times 100 \quad [\%]$$

Pyramidový rozklad ukazatelů rentability

Rentabilita je vrcholový, komplexní, syntetický ukazatel efektivnosti hospodaření podniku, do kterého se promítá mnoho vlivů. Proto, má-li finanční analytik vyjádřit úsudek o perspektivách finančního zdraví podniku, nevystačí se zjištěním souhrnného ukazatele rentability, ale zajímá se o faktory, které se na jejím utváření a změnách podílely. Velký důraz je kladen na meziroční změny ukazatelů rentability, dílčí vlivy a základní faktory, které je způsobily, což zjistíme z dalšího rozkladu těchto ukazatelů.

Součástí analýzy rentability je rozklad syntetických ukazatelů na ukazatele dílčí, tzv. **Du Pont analýza** podle stejnojmenné nadnárodní chemické společnosti, která disagregaci těchto ukazatelů jako první prakticky prováděla a využívala. Tento Du Pont systém finanční analýzy je také znám pod pojmem **pyramidový rozklad rentability** na ukazatele dílčí, příčinné.

Rozklad rentability celkového kapitálu

V prvním stupni této analýzy je rentabilita celkového kapitálu vyjádřena jako funkce dvou ukazatelů:

1. **rentabilita tržeb** (*return on sales – ROS*) vyjádřená ukazatelem **ziskové rozpětí** nebo tzv. **zisková marže** (*profit margin*). Nepřímo pak může být vyjádřena ukazatelem **nákladová rentabilita** neboli **nákladovost**
2. **obrat celkových aktiv**, resp. vázanost celkového vloženého kapitálu nebo také **rychlost obratu aktiv** (*total assets turnover*)

Součin ziskového rozpětí a obratu celkových aktiv se nazývá Du Pont rovnice, z které vyplývá, že rentabilita celkového kapitálu může být ovlivňována přes ziskové rozpětí a rychlost obratu aktiv, je tedy funkcí těchto dvou dílčích faktorů.

$$RCK = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Z rozkladu je zřejmé, že podnik dosahuje rentability celkového kapitálu různými kombinacemi ziskovosti tržeb a obratovosti kapitálu. Zatímco vysoká ziskovost tržeb je převážně výsledkem dobré kontroly nákladů, hospodárnosti při vynakládání prostředků, při spotřebě kapitálu, vysoký obrat celkových aktiv je projevem efektivního využívání kapitálu, resp. majetku, se kterým podnik hospodaří.

Rentabilita tržeb (odbytu)

Ukazatel zisku v poměru k tržbám (ziskovost tržeb) vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, kolik Kč zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb (častěji se uvádí v procentním vyjádření). Tržby ve jmenovateli představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určité časové období. Někdy se lze setkat s přístupem, kdy ve

jmenovateli jsou používány výnosy, nikoliv jen tržby. Pro ukazatel **ziskovosti tržeb**, resp. výnosů se používá termín **zisková marže**. Odráží schopnost podniku vyrábět výrobek nebo službu s relativně nízkými náklady nebo za relativně vysokou cenu.

Zisková marže se nejčastěji zjišťuje ve dvou podobách, provozní zisková marže a čistá zisková marže.

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{tržby}}$$

Provozní zisková marže (*operating profit margin*) vylučuje vlivy finančních nákladů, zejména úroků, které do provozních nákladů nepatří. Ve výkazu zisku a ztráty se uvádí rozdíl provozních výnosů a provozních nákladů jako provozní výsledek hospodaření, který lze dosadit do čitatele alternativně místo zisku před úroky a daněmi.

K výhodám provozního ziskového rozpětí patří, že čítec i jmenovatel jsou tokové veličiny, obě v aktuální cenové úrovni, potvrzené trhem a účetnictví je může poskytnout brzy po uplynutí měsíce, čtvrtletí, roku.

$$\text{čistá zisková marže} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}}$$

Čistá zisková marže (*net profit margin*) je ukazatel, který jak nadále zjistíme, je důležitým faktorem v rozkladu rentability vlastního kapitálu, o kterém bude pojednáno v další části. Jak ukazují některé zahraniční rozborů, jednotlivé podniky pokud možno nemění procento ziskového rozpětí v čase, pokud ovšem nesledují celkovou tendenci v odvětví. Pro správnou interpretaci ukazatele je třeba znát dlouhodobý trend jeho vývoje v daném podniku a hodnotu příslušného odvětví činnosti. Přitom však i v tomtéž odvětví je možno zaznamenat rozdílná rozpětí, což nejspíše odpovídá podnikovým specifikům, pokud jde o postavení na trhu, o výrobní sortiment a o provozní technologii.

Ukazatel ziskové marže se značně liší u jednotlivých odvětví v závislosti na charakteru produktů. Je nutné posuzovat ukazatel ve vztahu k obratu aktiv.

Obrat celkových aktiv

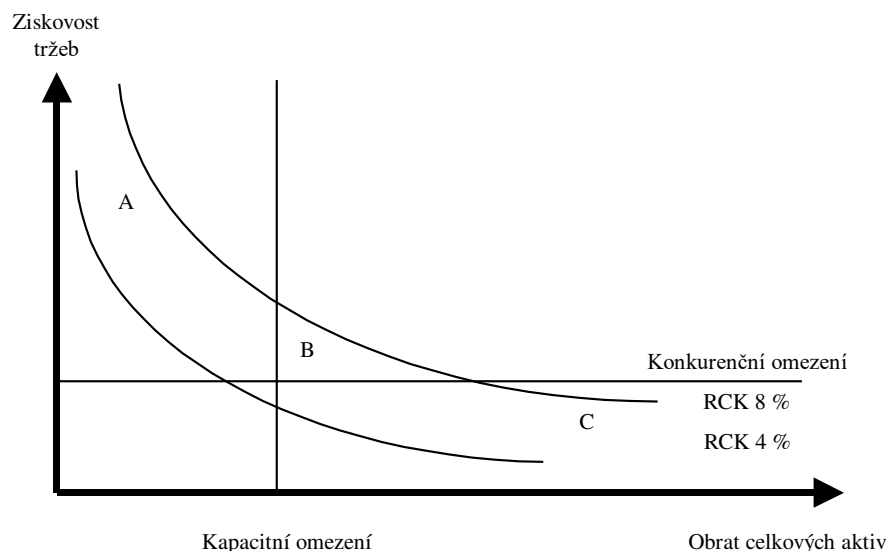
Ukazatel tržeb nebo i výnosů k celkovým aktivům vyjadřuje schopnost podniku zajišťovat investice do aktiv při dané úrovni tržeb, výnosů, jak rychle dokáže otáčet vložený kapitál, jaký je obrat celkových aktiv. Obrat celkových aktiv a hlavních položek aktiv bude předmětem výkladu v samostatné kapitole ukazatelů aktivity.

Různá odvětví mají rozdílný objem a strukturu aktiv a různou finanční strukturu. Například odvětví těžkého průmyslu, které mají vysoký podíl dlouhodobých aktiv, zejména dlouhodobého hmotného majetku, kladou důraz spíše na vysokou ziskovou marži provázenou zpravidla pomalejším obratem celkových aktiv. Na druhé straně odvětví spotřebního průmyslu, např. potravinářského a obchodní organizace vykazují nízkou

ziskovou marži a pro dosažení určité úrovně rentability je rozhodující rychlý obrat celkových aktiv. Tyto dva ukazatele mají tendenci chovat se opačným směrem.

Vztah mezi ziskovostí tržeb a obratem celkových aktiv lze znázornit graficky takto:

Graf 0-1



zdroj: autor

Podniky kapitálově náročné, s vysokým podílem dlouhodobého hmotného majetku a z toho vyplývajícího vysokého podílu fixních nákladů potřebují zpravidla dlouhou dobu na rozšíření své kapacity. Tyto podniky (na grafu oblast A) musí dosahovat relativně vysoké ziskovosti tržeb, aby byly schopny přilákat dostatečné množství kapitálu. Vysoká ziskovost tržeb je většinou dosahována z důvodu bariér pro vstup do odvětví, např. nutnosti velkých kapitálových investic při zahajování výroby, a klesajícími náklady z rozsahu produkce, neboť tyto podniky mají zpravidla nižší variabilní náklady na jeden výrobek.

Tyto podniky fungují v rámci tzv. **kapacitního omezení** (*capacity constraint*), což znamená, že vysoká kapitálová náročnost produkce vytváří určitý pomyslný horní limit, omezení pro obratovost kapitálu, celkových aktiv.

Podniky, které působí v odvětvích méně kapitálově náročných, kde vstup do odvětví je poměrně snadný, podléhají tzv. **konkurenčnímu omezení** (*competitive constraint*) – na grafu oblast C, což znamená, že vzhledem ke značné konkurenci jsou tyto podniky limitovány v úrovni ziskovosti tržeb a musí se zaměřit na dosahování co nejvyšší obratovosti kapitálu, aby dosáhly požadované úrovně rentability.

Výrobní strategie diferenciacce produktu je také jednou z možností zvyšování ziskovosti v těchto podnicích. Podnik může volit sortiment výroby kombinací výrobků, které mají různé ziskové marže, a tím ovlivňovat výsledek hospodaření a rentabilitu. Na základě finanční analýzy může management podniku rozhodnout o volbě sortimentu a objemu

výroby a odbytu, o změně produkce, o zavedení nových výrobků nebo o přesunu do těch oblastí, kde jsou ziskové marže dostatečně vysoké.

Obecně samozřejmě platí, že čím vyšší je zisková marže, tím lépe. Hodnotu tohoto ukazatele je však třeba posuzovat obezřetně, neboť sám o sobě má jen omezenou vypovídací schopnost. Platí sice, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím lepší jsou v zásadě i výsledky hospodaření podniku. Někdy je možno se spokojit i s nižší hodnotou tohoto ukazatele. Při posuzování jeho hodnoty je třeba brát v úvahu dva hlavní faktory: **celkový objem tržeb (odbytu) a rychlost obratu zásob.**

Protože nízká, tedy méně příznivá hodnota ziskové marže, je-li zároveň dosahováno rychlého obratu zásob a vysokého absolutního objemu tržeb, může být výhodnější, než kdyby tomu bylo naopak. Absolutní částku zisku lze totiž zvyšovat zvětšováním objemu odbytu, i když zisková marže, tj. podíl zisku na jednici odbytu klesá. Jde o uplatnění zásady „velký obrat – malý zisk“. Z uvedeného vyplývá, že na první pohled nepříznivá výše tohoto ukazatele ještě neznamená špatnou situaci a naopak. To platí pro mnohé obchodní řetězce, které se snaží zvýšit odbyt snížením prodejní ceny, čímž sice dosahují nižší zisk na jednotku, ale absolutní výše jejich zisku narůstá právě zvýšením odbytu.

Rentabilita nákladů

Je-li zisková marže nízká nebo jestliže několik let klesá, měl by se analytik zaměřit na analýzu jednotlivých druhů nákladů, neboť zisková marže je také měřítkem schopnosti podniku ovlivňovat úroveň nákladů. Snížením nákladů může podnik dosahovat vyšší absolutní částky zisku a tím zlepšovat ukazatele ziskovosti tržeb. Při analýze marže (ziskovosti) je potřeba jednotlivé nákladové druhy dovést na výrobky, útvary (střediska), procesy a znát jejich chování vzhledem ke změnám objemu výroby (variabilita či fixnost).

K vyjádření relativní úrovně nákladů se využívá **ukazatel nákladovosti** (*operating ratio* nebo *total costs-sales ratio*), měřený vztahem celkových nákladů k dosaženým tržbám podniku, který je doplňkovým ukazatelem k předchozímu ukazateli ziskovosti tržeb.

$$\frac{\text{náklady}}{\text{tržby}} = 1 - \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \qquad \frac{N}{T} = 1 - \frac{Z}{T}$$

V další fázi lze rozložit ukazatel celkové nákladovosti z tržeb na součet jednotlivých dílčích ukazatelů nákladovosti rozlišených podle jednotlivých nákladových druhů (osobní náklady, odpisy, spotřeba materiálu, energie, daně a poplatky, finanční náklady apod.) a sledovat, jak ovlivňovaly změny celkové nákladovosti.

Jestliže vzroste hodnota celkové nákladovosti z tržeb, klesne hodnota ziskové marže a tím zároveň poklesne i hodnota rentability celkového kapitálu (aktiv).

Obecně sice platí zásada, že čím nižší je hodnota tohoto ukazatele, tím lepší jsou výsledky hospodaření podniku, protože 1 Kč tržeb vytvořil s nižšími náklady. Zároveň však platí

obdobné vztahy k absolutní výši objemu tržeb, resp. odbytu, jak byly uvedeny v souvislosti s ziskovou marží, že absolutní částku zisku lze totiž zvyšovat nejen snížením nákladů, ale i zvyšováním obratu. Pro analytika by rozlišení vlivu nákladovosti a obratovosti mělo být jedním z prvořadých cílů.

Rozklad rentability vlastního kapitálu

Na ukazatel rentability vlastního kapitálu působí dvě hlavní skupiny ukazatelů, a to skupina charakterizující tvorbu produkční síly (rentabilita celkového kapitálu, resp. rentabilita aktiv) vyjadřující schopnost aktiv vytvořit zisk před zdaněním a placením úroků, tj. ZUD (EBIT), a skupina charakterizující jeho dělení (vliv zdanění, vliv podílu a cena úročených cizích zdrojů).

Pro rozklad rentability vlastního kapitálu se používá následujícího vztahu:

$$RVK = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu lze rozložit na součin tří dílčích ukazatelů:

rentabilita tržeb,

- **obrat celkových aktiv** a
- tzv. **finanční páka** jako poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem.

Z výše uvedeného rozkladu plyne, že růst hodnoty RVK závisí na rentabilitě tržeb, obratu aktiv a finanční páce.

Ukazatel **finanční páka** je jednou z forem vyjádření míry zadluženosti podniku, podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku. Lze ho vyjádřit i v tomto tvaru:

$$\frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{vlastní kapitál} + \text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} = 1 + \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Z obou výrazů vyplývá, že čím je podíl cizích zdrojů větší, tím je vyšší i ukazatel finanční páka. Z uvedeného rozkladu je zřejmá souvislost mezi zadlužeností podniku a RVK.

Výraz **finanční páka** (*financial gearing* /brit.angl./, resp. *financial leverage* /am.angl./) má vyvolat představu, zvýšení rentability vlastního kapitálu připojením cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu, tedy zvýšení kapitálového potenciálu vlastníků využitím cizího kapitálu. Finanční páka je založena zejména na skutečnosti, že cizí kapitál je obvykle levnější než kapitál vlastní. Navíc daňové zákonodárství přispívá ke zlevnění cizích zdrojů tím, že umožňuje zahrnout úroky do nákladů.

Zvýšení zadluženosti má podle výše uvedené rovnice pozitivní vliv na rentabilitu kapitálu vloženého akcionáři. To může nastat jen za určitých okolností, neboť změna v zadluženosti se dotkne i hodnot zbývajících dvou dílčích ukazatelů (rentability tržeb a obratu aktiv)

použitých při rozkladu. Zatím obecně řekněme, že zvýšení zadluženosti má souhrnně pozitivní vliv na hodnotu RVK pouze tehdy, jestliže podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více než je úroková sazba dluhu. Tento efekt ovšem může působit i negativně.

Zvýšení rentability vlastního kapitálu cizím financováním investic, jejichž celková rentabilita převyšuje smluvený úrok pro cizí kapitál, se označuje v anglosaské literatuře jako **pákový efekt** (*leverage effect*) zvýšeného zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu, nebo jinak řečeno jako závislost rentability vlastního kapitálu na celkové rentabilitě, míře úroku pro cizí kapitál a vztahu vlastního a cizího kapitálu, tedy stupni zadluženosti.

Když podnik vydělává s vypůjčenými penězi více než činí úrok placený za vypůjčené zdroje, rentabilita vlastního kapitálu je tím znásobena (*leveraged*). Za příznivou se považuje jakákoli relace vlastního a cizího kapitálu, při níž rentabilita celkového kapitálu před úhradou úroků a daní přesahuje úrokovou míru z cizího kapitálu.

Shora uvedený rozklad rentability vlastního kapitálu naznačuje, že za určitých okolností zvyšování zadluženosti nemusí být vždy negativním jevem. U některých podniků je padesátiprocentní zadluženost tragédií, u jiných to může znamenat zbytečně vysoké použití vlastního kapitálu. Optimální výše zadluženosti je totiž ovlivněna mnoha faktory. Kromě výše míry zisku jsou to zejména stabilita inkasa, druh odvětví, ve kterém podnik operuje, nabízené úvěrové podmínky aj.

Pokud výše uvedenou rovnici rozkladu RVK přetransformujeme tak, že s použitím faktorové analýzy odvodíme čistou ziskovou marži (po zdanění) z provozní ziskové marže uplatněním koeficientů vyjadřujících vliv zdanění a vliv podílu a ceny (úroků) úročených cizích zdrojů, dostaneme:

$$\begin{aligned}
 RVK &= \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}} = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \\
 &= \frac{\text{zisk před úroky a daněmi}}{\text{tržby}} \times \frac{\text{zisk před daněmi}}{\text{zisk před úroky a daněmi}} \times \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{zisk před daněmi}} \times \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} = \\
 &= \frac{\frac{ZUD}{T}}{\text{provozní zisková marže}} \times \frac{\frac{ZD}{ZUD}}{\text{úroková redukce zisku}} \times \frac{\frac{Z}{ZD}}{\text{daňová redukce zisku}} \times \frac{\frac{T}{A}}{\text{obrat aktiv}} \times \frac{\frac{A}{VK}}{\text{finanční páka}} =
 \end{aligned}$$

Z uvedeného rozkladu je zřejmé, že rentabilita vlastního kapitálu je ovlivňována rentabilitou celkového kapitálu, zdaněním a zadlužeností. Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva z výše uvedených faktorů, **úroková redukce zisku** a **finanční páka**, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně.

Zvýšení podílu cizích zdrojů, tedy zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páka, má podle tohoto vztahu pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Avšak na druhé straně zvýšení podílu cizích zdrojů je zpravidla provázáno zvýšením úroků, které

snižují podíl zisku plynoucího investorům (vlastníkům) a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů

Všeobecně o cizím kapitálu platí: vypůjčené peníze pomáhají více vydělat. Určit předem optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je však v praxi obtížné. Zda použití cizího kapitálu bylo výhodné nebo nevýhodné můžeme (ovšem dodatečně) zjistit pomocí následujících kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů, které budou předmětem dalšího výkladu:

1. ziskový účinek finanční páky
2. úroková marže
3. index finanční páky.

Ziskový účinek finanční páky

Společný vliv úrokové redukce zisku a finanční páky z výše uvedeného rozkladu lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá **ziskový účinek finanční páky** nebo **multiplikátor kapitálu akcionářů** (*equity multiplier – EQM*). Udává míru, jakou je rentabilita kapitálu vloženého akcionáři "zvětšena" (násobena nebo posílena) použitím vypůjčených peněz (dluhu).

Pokud je hodnota multiplikátoru větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

$$\frac{\text{zisk před zdaněním}}{\text{zisk před úroky a daněmi}} \times \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} > 1 \qquad \frac{ZD}{ZUD} \times \frac{A}{VK} > 1$$

Úroková marže

K rozkladu rentability vlastního kapitálu lze použít ještě jiný významný model, v němž je explicitně zachycen efekt úrokového zatížení cizích zdrojů, což předchozí model neobsahoval.

$$RVK = \frac{RCK \times (VK + CZ) - u \times CZ}{VK} \times (1 - d)$$

- RVK = rentabilita vlastního kapitálu
RCK = rentabilita celkového kapitálu (vypočtená ze zisku před úroky a daněmi)
VK = vlastní kapitál
CZ = cizí zdroje (cizí kapitál)
u = úroková sazba za cizí kapitál
d = sazba daně ze zisku

Úpravou výše uvedené rovnice, získáme následující vztah:

$$\begin{aligned}
RVK &= \left[\frac{RCK \times VK}{VK} + \frac{RCK \times CZ - u \times CZ}{VK} \right] \times (1 - d) = \\
&= \left[RCK + \frac{(RCK - u) \times CZ}{VK} \right] \times (1 - d) = \\
&= \left[RCK + (RCK - u) \times \frac{CZ}{VK} \right] \times (1 - d)
\end{aligned}$$

Z takto vyjádřeného vztahu rovněž vyplývá jako z předchozího modelu rozkladu, že **rentabilita vlastního kapitálu** je závislá na:

rentabilitě celkového kapitálu,

- zadluženosti (podílu a ceně úročených cizích zdrojů) a
- zdanění.

Zadluženost je zde vyjádřena poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu (*debt-equity ratio*). Navíc je zde ale zachycen i vliv úrokové sazby z cizího kapitálu. Rovnice ukazuje, že rentabilita vlastního kapitálu nezávisí na absolutních veličinách, ale pouze na celkové rentabilitě, úroku za cizí kapitál a stupni zadluženosti.

Absolutní částku zisku, která je výsledkem použití jen vlastního kapitálu, pokud se předpokládá i použití cizího kapitálu, nelze prakticky zjistit. Částku zisku po odečtení úroků nelze tedy považovat za míru zhodnocení jen vlastního kapitálu, protože zahrnuje i rozdíl mezi celkovým přínosem dosaženým použitím cizího kapitálu a částkou, kterou podnik ve formě úroků za cizí kapitál platí.

Podstatné v tomto modelu oproti předchozímu je to, že je schopen od sebe oddělit efekt změn provozního zisku (zisku před úroky a zdaněním) a efekt změn úrokové míry z cizího kapitálu.

Kvantifikuje jejich dopad ve formě rozdílu mezi rentabilitou celkového kapitálu a průměrnou úrokovou mírou placenou za použití cizího kapitálu ($RCK - u$). Tento rozdíl se nazývá **úroková marže** (*interest margin*) a je výnosem, který jde ve prospěch vlastníků (akcionářů). Úrokovou marži lze definovat jako míru, kterou přispívá použití cizího kapitálu ke zhodnocení kapitálu vlastního. Je-li výnosnost celkového kapitálu vyšší než pevný smluvní úrok pro cizí kapitál, připadá vyzískaný vyšší výnos z cizího kapitálu, kapitálu vlastnímu. Znalost rentability celkového kapitálu tak dovoluje stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou lze přijmout cizí kapitál.

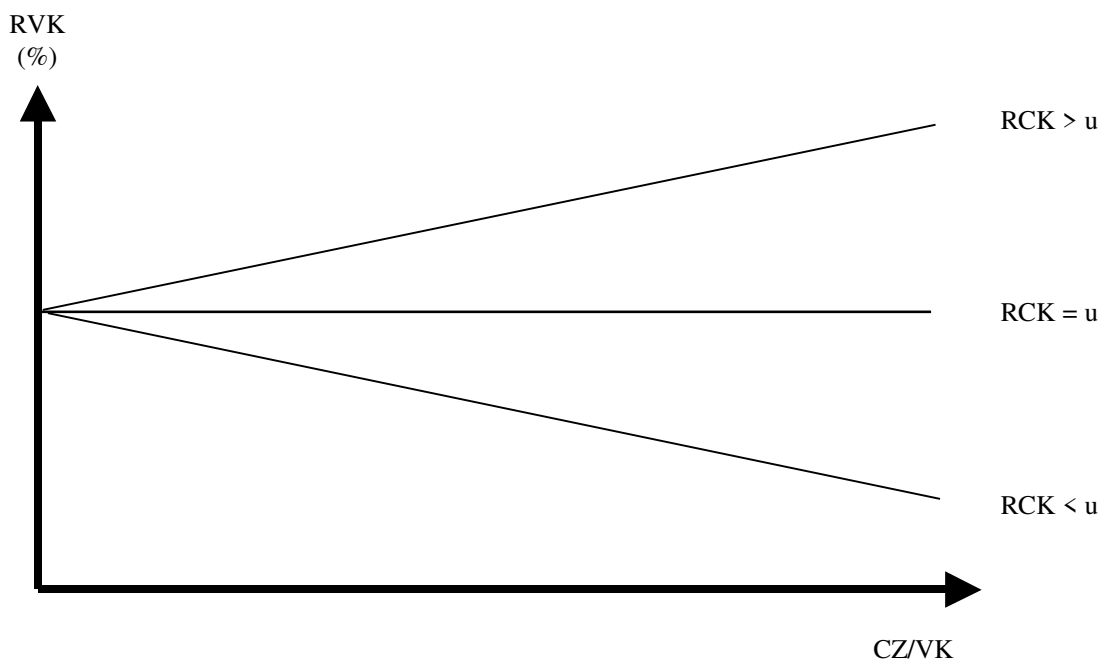
Platí následující obecná souvislost:

- a) Jestliže rentabilita celkového kapitálu je vyšší než úroková míra, tzn. když zisk z použití cizích zdrojů je vyšší než úroky placené z cizích zdrojů, pak zvýšený podíl cizích zdrojů může být používán jako finanční páka a pozitivně ovlivňovat (zvyšovat) rentabilitu vlastního kapitálu, a v konečném důsledku zisk na jednu akcii a tržní cenu akcie. Rentabilita vlastního kapitálu roste se stoupající zadlužeností.

- b) Jestliže se rentabilita celkového kapitálu rovná úrokové míře placené za cizí kapitál, pak nezávisle na stupni zadluženosti je rentabilita vlastního kapitálu rovna celkové rentabilitě a úrokové míře za cizí kapitál. Podnik je potom indiferentní ke skladbě zdrojů, je jedno, jaká je proporce vlastního a cizího kapitálu.
- c) Naopak, bude-li úroková míra za cizích kapitál vyšší než rentabilita celkového kapitálu, bude zvýšený podíl cizích zdrojů negativně ovlivňovat (snižovat) rentabilitu vlastního kapitálu. Může nabývat až záporných hodnot, což znamená, že patrně nutnost splácení úroku mohlo vést ke ztrátě a tím až ke snížení vlastního kapitálu. Pak se výhoda zvyšující rentabilitu vlastního kapitálu nákladově výhodným cizím kapitálem mění v povážlivý nedostatek, poněvadž rentabilita vlastního kapitálu klesá potom o to více, oč vyšší je procentní podíl cizího kapitálu na kapitálu celkovém.

Graficky lze vztah výše uvedených faktorů znázornit následovně:

Graf 0-2



zdroj: autor

Podnikatel má pochopitelně zájem na tom, aby použitím cizích zdrojů dosáhl vyšší rentability vlastního kapitálu. Zároveň je nutno zdůraznit, že podíl cizích zdrojů v celkových zdrojích by neměl být nadměrně vysoký, neboť to povede k růstu podílů úroku na zisku, k růstu finančního rizika pro věřitele a investory, což se odrazí v požadování vyšších výnosů. Finanční trh může na tyto skutečnosti reagovat negativně, takže tržní cena akcií bude pravděpodobně klesat a později to povede k zastavení dalšího využití míry zadluženosti pro účely pákového efektu. Oba protikladně působící faktory, tj. výnosnost a riziko musí proto podnik vyrovnávat tak, aby se maximalizovala tržní cena akcie.

Index finanční páky

Výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhového břemene lze také zjistit porovnáním rentability celkového a rentability vlastního kapitálu, jejich poměrem. Tuto souvislost vyjadřuje ukazatel **index finanční páky**.

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{rentabilit a vlastního kapitálu}}{\text{rentabilit a celkového kapitálu}}$$

Kdyby podnik nepracoval s cizím kapitálem, rovnala by se rentabilita RCK rentabilitě RVK před zdaněním. Z hlediska rentability vlastního kapitálu se má cizí kapitál přijímat jen za předpokladu, že bude vynášet víc, než kolik se za něj musí platit, když přinese víc, než kolik stojí. Když tomu tak není, jdou výdaje na cizí kapitál na vrub výnosu vlastního kapitálu. Musí tedy platit, že index finanční páky je větší než 1.

$$\text{index finanční páky} = \frac{\text{RVK před zdaněním}}{\text{RCK}} > 1 !$$

Aby byl index finanční páky větší než 1, musí být rentabilita celkového kapitálu vyšší než úroková míra za přijaté úvěry: rentabilita celkového kapitálu > průměrná úroková míra.

Index finanční páky (na bázi výpočtu z rentabilit před zdaněním) **se rovná ziskovému účinku finanční páky**.

Přijatelné hodnoty rentabilit

Průměrná úroková míra **u** z přijatých úročených dluhů je tím vyšší, čím vyšší je riziko (čím vyšší je riziková premie), které připisují věřitelé úvěrům a půjčkám, poskytnutým danému podniku:

$$\text{průměrná úroková míra} = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{úročené dluhy}}$$

Rentabilita celkového kapitálu (nezdaněná) má vytvořit prostor pro uspokojení investorů i věřitelů. Průměrná úroková míra může proto posloužit jako krajní přijatelná hodnota **rentability celkového kapitálu**, od které jsou zjištěné hodnoty uspokojivé, a pod níž jsou neuspokojivé:

$$\text{RCK} : u \geq 1 !$$

Jako krajní přijatelná hodnota (**zdaněné**) **rentability vlastního kapitálu** se může použít výnos z bezrizikové alokace prostředků na finančním trhu (tj. např. výnos z 5-letých státních dluhopisů), nad kterým jsou zjištěné hodnoty rentability vlastního kapitálu uspokojivé, a pod níž jsou neuspokojivé.

7. Ukazatele aktivity

Velikost a struktura majetku souvisí s technickoekonomickými specifiky provozní činnosti, která jsou určující pro vybavenost dlouhodobými a oběžnými aktivy. Nemalá úloha připadá na schopnosti managementu dosahovat cílových výkonů s optimálním nasazením majetkových hodnot. Na tento aspekt finanční analýzy se zaměřují ukazatele aktivity. Tato skupina ukazatelů se snaží změřit, jak úspěšně využívá management podniku aktiva (majetek).

Při klasickém pyramidálním rozkladu rentability celkového kapitálu (rentability aktiv) se rozklad člení do dvou základních větví:

nákladové (ukazatelé nákladovosti)

– kapitálové (ukazatelé aktivity, resp. obratovosti)

Ukazatele aktivity (*asset utilization ratios*) jsou využívány především pro řízení aktiv, umožňují vyjádřit, kvantifikovat jak účinně, intenzivně a rychle podnik využívá svůj majetek. Informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části, zda disponuje nějakými kapacitami, které zatím nejsou podnikem příliš využívány, nebo naopak příliš vysoká rychlost obratu může být signálem, že podnik nemá dostatek produktivních aktiv a z hlediska budoucích růstových příležitostí nebude mít možnost pro jejich realizaci.

Ukazatele aktivity představují jeden ze základních činitelů efektivnosti, mající zásadní vliv jak na ukazatel rentability celkového kapitálu, tak rentability vlastního kapitálu. Odráží se v něm v nejkompexnější podobě, kolik aktiv podnik potřeboval pro zajištění objemu tržeb. Pro každé odvětví jsou typické jiné hodnoty, a proto hlavně u této skupiny ukazatelů platí, že je nutné hodnotit jejich stav či vývoj ve vztahu k odvětví, ve kterém působí.

Z technického hlediska je **aktivita** charakterizována dvěma typy ukazatelů aktivity v těchto podobách:

rychlost obratu (obrat) – vyjadřuje počet obrátek, tj. kolikrát se určitá položka či skupina položek “obráť” v tržby, resp. přemění do jiné položky (skupiny položek) za určité období (obvykle jeden rok). Vyjadřuje, kolikrát hodnota podnikového výkonu (tržeb, výnosů) převyšuje hodnotu určité položky aktiv.

– **doba obratu** – vyjadřuje délku období, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu, vyjádřenou v časové měrné jednotce (obvykle ve dnech). Doba obratu též udává tzv. relativní vázanost kapitálu ve formě určitého aktiva. Relativní proto, že nelze zjistit dobu vázanosti zpravidla absolutně, ale pouze poměrně, tj. relativně ve vztahu k určité obrátové veličině.

Jelikož aktiva se člení na několik úrovní, tak i ukazatele aktivity mohou být kalkulovány na různých úrovních: celkových, dlouhodobých či oběžných aktiv.

Obrat celkových aktiv (*total assets turnover*), který je vedle ziskového rozpětí druhým faktorem, který ovlivňuje rentabilitu celkového kapitálu. Vyjadřuje se poměrem tržeb (příp. výnosů) k celkovým aktivům:

$$\frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \text{ nebo } \frac{\text{výnosy}}{\text{celková aktiva}}$$

Je komplexním ukazatelem měřícím efektivnost využívání celkových aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva obrátí do tržeb za rok. Odhlédneme-li od odvětví nebo oboru, ve kterém podnik pracuje, je možno říci, že obrat aktiv by měl být minimálně na úrovni hodnoty 1. Jinak je pro objektivizaci výsledků vhodné především odvětvové srovnání.¹

Vedle obratu majetku jako celku má význam i obrat jeho jednotlivých částí, složek majetku pro nalezení nejméně aktivních úseků hospodaření. V dalším stupni pyramidového rozkladu rentability lze podle jednotlivých forem aktiv vytvořit soustavu **dílčích ukazatelů aktivity**.

Nejkomplexnější ukazatel **obrat celkových aktiv** lze rozdělit na:

$$\text{obrat dlouhodobé ho majetku} = \frac{\text{tržby}}{\text{dlouhodobý majetek}} \text{ a}$$

$$\text{obrat oběžných aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{oběžná aktiva}}$$

Obrat dlouhodobého majetku (*fixed assets turnover*)

V rámci dlouhodobého majetku pak je zkoumán zejména **obrat dlouhodobého hmotného majetku**

$$\text{obrat dlouhodobé ho hmotného majetku} = \frac{\text{tržby}}{\text{DHM v ZC}}$$

Ukazatel obratu dlouhodobého hmotného majetku (*capital intensity*) je ukazatelem efektivnosti a intenzity využívání zejména budov, strojů a zařízení a udává kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok. Vyjadřuje, jaká částka tržeb byla vyprodukována z 1 Kč dlouhodobého hmotného majetku (v zůstatkové ceně). Hodnota tohoto ukazatele bude ovlivňována odpisovou politikou, neboť ve jmenovateli se uvádí zůstatková hodnota. Při mezipodnikovém srovnání bychom neměli opomenout vzít v úvahu míru odepsanosti aktiv a metody odpisování. Vysoká odepsanost totiž zlepšuje hodnotu ukazatele. Také ocenění jednotlivých jednotlivým majetkových složek bezprostředně ovlivňuje vypovídací schopnost tohoto ukazatele. Odpisy a zůstatková cena se v našich podmínkách odvozuje od historických cen, aniž se bere v úvahu vliv inflace a jiné faktory ovlivňující reprodukční cenu. V důsledku toho je některý majetek pořízený před mnoha lety v rozvaze

¹ www.mpo.cz

podhodnocen, takže firma se starším vybavením může díky té to skutečnosti vykazovat lepší výsledky.

Hodnotu tohoto ukazatele je třeba posuzovat obezřetně, neboť investice do zařízení jsou prováděny s předstihem, proto klesající nebo nízká hodnota může znamenat, že podnik investuje do budoucna a tyto investice zatím nepřinášejí efekt.

Někdy je také interpretován jako **ukazatel flexibility** podniku vzhledem k možnému poklesu tržeb. Pokud hodnota ukazatele klesá, znamená to, že se jeho flexibilita snižuje, tzn. zvyšují se relativně jeho fixní náklady (odpisy, údržba) a zvyšuje se tak citlivost podniku na případný pokles tržeb. Při poklesu tržeb se méně flexibilní podnik snáze stane ztrátovým. Tato problematika velmi úzce souvisí s provozním rizikem ztráty, o kterém bude pojednáno v dalších kapitolách textu.

V rámci **oběžných aktiv** se pak nejčastěji sleduje:

obrat zásob,

- obrat pohledávek,
- obrat finančního majetku,
- obrat pracovního kapitálu.

Obrat zásob (*inventory turnover*) je definován jako poměr tržeb a průměrného stavu zásob všeho druhu. Za správnější je však možno považovat takovou podobu ukazatele, kde v čitateli vystupují místo tržeb celkové náklady. Důvodem je skutečnost, že výše zisku je vzhledem k rychlosti obratu zásob irelevantní. Rovněž skutečnost, že zásoby pořizujeme a držíme hlavně za účelem tržeb za vlastní výrobky a zboží, i za služby, proto se tradičně používají tržby místo výnosů.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \text{ nebo } \frac{\text{celkové náklady}}{\text{zásoby}}$$

Při detailnějším rozboru obratu jednotlivých druhů zásob (materiál, nedokončená výroba, hotové výrobky, zboží aj.) je opět nutné vztahovat příslušný druh zásob k adekvátnímu ukazateli spotřeby. Rychlost obratu zásob materiálu bychom tak vyjádřili jako poměr materiálních nákladů (spotřeba materiálu) a zásob materiálu. Vzhledem k tomu, že zásoby jsou rozvahová položka vykázaná k jednomu časovému okamžiku, doporučuje se k výpočtu použít průměrný stav zásob za období, aby se alespoň částečně odstranil statický charakter položky zásob.

Výsledkem výpočtu je absolutní číslo, které znamená počet obrátek, jinak řečeno, kolikrát se přemění zásoby v ostatní formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětný nákup zásob. Je tím větší, čím kratší doba uplyne mezi pořízením (naskladněním) zásob a prodejem. Nízký počet obrátek představuje nebezpečí pro platební schopnost podniku, může být důsledkem špatné nákupní politiky, nahromaděním nepotřebných nebo neprodejných zásob. Pokud je hodnota ukazatele v porovnání s průměry lepší, pak to znamená, že podnik nemá zbytečné nelikvidní zásoby, které by vyžadovaly nadbytečné

financování. Přebytečné zásoby jsou totiž neproduktivní a jsou v nich umrtveny prostředky, které musí být profinancovány a dochází tak k vázanosti kapitálu, který nenesé žádný výnos.

Doba obratu zásob je poměrem průměrného stavu zásob a průměrných denních tržeb, resp. nákladů, jednodušeji lze výpočet provést tak, že vydělíme počet dnů v roce (365) obratem zásob. Tento ukazatel se považuje za ukazatel intenzity využití zásob, říká nám, jak dlouho (ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob neboli kolik dní trvá jedna obrátka. Vyjadřuje počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby (u surovin a materiálu) nebo do doby jejich prodeje (u zásob vlastní výroby). U zásob hotových výrobků a zboží je rovněž indikátorem likvidity, protože udává počet dnů, za něž se zásoby promění v hotovost nebo pohledávky.

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/365} \text{ nebo } \frac{365}{\text{obrat zásob}}$$

Na první pohled zvýšení obratu zásob a snížení doby obratu zásob může znamenat efektivnější využití zásob, ovšem na druhé straně může být znakem **podkapitalizování** podniku. K tomu často dochází v období expanze podniku, kdy podnik prudce rozšiřuje výrobu a prodej, čímž spontánně rostou jeho aktiva (zásoby, pohledávky, dlouhodobý hmotný majetek), která nejsou kryta potřebnými finančními zdroji.

Obecně sice platí, čím vyšší je obrat a kratší doba obratu zásob, tím lépe. Avšak až do určité míry, za dodržení určitých podmínek, že zásoby materiálu zajišťují plynulou výrobu, že jsou zajištěny dostatečné zásoby hotových výrobků, aby byl podnik schopen reagovat na poptávku, jinak by mohl ztrácet zákazníky. Nedostatečný stav zásob může mít za následek nízký objem výroby a podnik přichází o tržby, které by mohl dosáhnout. Nelze proto zjednodušeně pokles hodnoty doby obratu celkových zásob interpretovat jako žádoucí a růst jako nežádoucí. Hodnota doby obratu celkových zásob je výslednicí mnoha protisměrných faktorů a jen velmi obtížně ji lze interpretovat bez detailnějšího zevrubnějšího pohledu na doby obratu jednotlivých druhů zásob (materiálu, zboží, zásob vlastní výroby a výrobků).

Ukazatel **doby obratu celkových zásob**, i dílčí ukazatele obratu (**materiálu, zásob vlastní výroby, výrobků a zboží**) ve vztahu k určité velikosti podniku a oboru podnikání vykazují hodnoty obvykle v určitém rozpětí. Lze pak stanovit obvyklé a žádoucí hodnoty ukazatele doby obratu zásob. Musí existovat určitý vztah mezi optimální velikostí zásob a rychlostí a dobou obratu zásob. Za optimální hodnotu doby obratu zásob můžeme považovat takovou hodnotu, při níž se náklady spojené s hospodařením se zásobami minimalizují. Optimalizace zásob představuje samostatnou součást finančního řízení podniku v rámci krátkodobého finančního řízení, které je založeno na tézi, že za optimální hodnotu můžeme považovat takovou hodnotu, při níž se náklady spojené s hospodařením se zásobami minimalizují.

Obrat pohledávek (*accounts receivable turnover*), resp. rychlost obratu pohledávek je vcelku jednotně vyjadřován jako poměr tržeb a průměrného stavu pohledávek.

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$$

Tento ukazatel udává v podobě počtu obrátek, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány v peněžní prostředky.

Doba obratu (splatnosti) pohledávek (*average collection period*) je vcelku jednotně vyjadřována jako poměr průměrného stavu pohledávek a průměrných denních tržeb, nebo jednoduše se vypočte, jestliže počet dní v roce (365) dělíme obratem pohledávek. Ukazuje, jak dlouho, kolik dní se majetek podniku vyskytuje ve formě pohledávek, jak dlouho je inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny, proto se někdy nazývá **inkasní období**. Ukazatel má význam zejména v podmínkách obchodního úvěru, proto se jeho výpočet zpravidla omezuje na **pohledávky z obchodního styku** a tržby je třeba snížit o případný prodej za hotové. V praxi se však pro nedostatek vhodných údajů pracuje s celými krátkodobými pohledávkami či dokonce s pohledávkami celkem a s tržbami celkem.

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/365} \text{ nebo } \frac{365}{\text{obrat pohledávek}}$$

$$\text{doba obratu pohledávek z obch. styku} = \frac{\text{pohledávky z obch. styku}}{\text{tržby}/365}$$

Ukazatel vypovídá o platební disciplíně odběratelů, slouží k vyhodnocení inkasní politiky podniku. Z hodnoty ukazatele lze vyvodit, zda se podniku daří dodržovat stanovenou obchodně úvěrovou politiku. Je-li v platební podmínce stanovena lhůta splatnosti např. do 30 dnů nebo do 45 dnů, můžeme z hodnoty tohoto ukazatele usoudit, zda inkaso probíhá v souladu s touto stanovenou platební podmínkou nebo je lepší či horší.

Z uvedeného vyplývá, že by hodnota doby obratu pohledávek měla odpovídat průměrné době splatnosti faktur. I kdyby však všechny pohledávky byly řádně spláceny, vypočtená doba obratu pohledávek bude delší. Důvodem je, že do pohledávek je zahrnuta daň z přidané hodnoty (DPH). Jsme-li plátcí DPH na výstupu a prodáváme své výrobky s např. 15%-ní sazbou DPH, potom při řádné úhradě námi vystavených faktur bude doba obratu pohledávek 1,15 krát delší než skutečná doba splatnosti, délka obchodního úvěru.

Optimální hodnota ukazatelů doby obratu pohledávek, stejně jako u ostatních ukazatelů obratovosti, se nebude nacházet v extrému, v minimu či maximu. Avšak vysoká hodnota vede k vyšším kapitálovým nákladům a zvýšené administrativě. Vzniká i větší nebezpečí ze změny finanční situace odběratele z dobré na špatnou, a tudíž k možnému vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti. V této souvislosti by bylo užitečné počítat zvlášť dobu obratu pohledávek z obchodního styku do lhůty splatnosti a po lhůtě splatnosti.

Doba splácení krátkodobých závazků (*creditors payment period*). Za užitečné se považuje rovněž porovnávat platební disciplínu odběratelů (doba obratu pohledávek) s vlastní platební disciplínou.

$$\text{doba splácení závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}/365}$$

Ukazatel kvantifikuje dobu trvání úhrady závazku od okamžiku jeho vzniku, udává dobu ve dnech, po které zůstávají krátkodobé závazky neuhrazeny a podnik využívá bezplatný obchodní úvěr. Nákup na obchodní úvěr představuje peněžní prostředky, které podnik po určité době zadržuje a využívá pro vlastní potřeby.

Vysokou vypovídací schopnost má výpočet tzv. **obchodního deficitu**, tj. rozdílu mezi dobou obratu pohledávek z obchodního styku ve dnech a dobou obratu závazků z obchodního styku ve dnech. Z metodického hlediska je důležité, aby jmenovatel byl u obou ukazatelů stejný.

$$\text{obchodní deficit} = \frac{\text{pohledávky z obch. styku}}{\text{tržby}/365} - \frac{\text{závazky z obch. styku}}{\text{tržby}/365}$$

Obchodní deficit vyjadřuje, jestli podnik úvěruje svoje zákazníky (je kladný), anebo naopak jestli dodavatelé pomáhají financovat provoz firmy (je záporný). V prvním případě to může znamenat potřebu dalších zdrojů financování v druhém případě zvýšení volného peněžního toku. Jeho existence tedy vede k rychlejšímu nárůstu pohledávek oproti nárůstu závazků, a jestliže není tento deficit vykompenzován ziskovou marží či jinými finančními zdroji, projeví se bezprostředně poklesem peněžních toků.

Od pracovního kapitálu se odvozuje ukazatel **obratu pracovního kapitálu** (*working capital turnover ratio*), který je také měřítkem likvidity. Je konstruován jako poměr tržeb k průměrnému stavu pracovního kapitálu za určité období (např. 1 rok).

$$\text{obrat pracovního kapitálu} = \frac{\text{tržby}}{\text{pracovní kapitál}}$$

Do tohoto ukazatele se promítá délka výrobního cyklu, která ovlivňuje, jak velká část oběžných aktiv a jak dlouho je vázána v zásobách a pohledávkách. Vázanost aktiv ve formě zásob a pohledávek, rychlost jakou jsou přeměňovány na hotovost se pak projevuje v likviditě podniku. Hodnoty tohoto ukazatele se mohou významně lišit v různých odvětvích a v závislosti na druhu činnosti, např. v obchodě může být obrat 12 krát za rok, zatímco ve stavebnictví nemusí dosáhnout ani 1 krát za rok.

