

**ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE**

**PROVOZNĚ EKONOMICKÁ FAKULTA  
KATEDRA EKONOMIKY**

**OBOR: PODNIKÁNÍ A ADMINISTRATIVA**



**ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY VE VYBRANÉM PODNIKU  
ANALYSIS OF THE CAPITAL STRUCTURE OF CHOSEN COMPANY  
DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**Autor: Veronika Ptáčková**

**Vedoucí diplomové práce: Ing. Renata Aulová, Ph.D.**

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomiky  
Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ptáčková Veronika

Podnikání a administrativa

Název práce

**Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku**

Anglický název

**Capital structure analysis of a selected company**

### Cíle práce

Cílem diplomové práce je provést analýzu kapitálové struktury vybraného podniku, vyvodit závěry a navrhnout opatření vedoucí k optimalizaci kapitálové struktury pomocí vhodně zvolených přístupů a výpočtů, a to na základě analýzy časových řad ukazatelů, vycházejících z účetních výkazů.

### Metodika

Práce bude členěna do dvou částí. Teoretická část práce zaměřena na uvedení do problematiky kapitálové struktury a jejího vymezení na základě odborné literatury. Bude definován pojem kapitálová struktura, její členění, faktory mající vliv na kapitálovou strukturu a pozornost bude rovněž věnována vybraným podmíněným teoriím kapitálové struktury a z nich vyplývajících možností optimalizace. Dále budou specifikovány a zhodnoceny vybrané přístupy optimalizace kapitálové struktury. Analytická část práce bude obsahovat charakteristiku podniku z hlediska právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury a rovněž struktury kapitálové. Získané teoretické znalosti budou převedeny do praxe, bude provedena analýza kapitálové struktury s využitím vybraných ukazatelů finanční analýzy (poměrové ukazatele), návrh optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku, ve vazbě na podmíněné teorie kapitálové struktury.

V závěru práce budou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a navržena doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku, včetně návrhů pro celkové zlepšení finančního zdraví podniku.

### Harmonogram zpracování

Literární rešerše: 3/2013 – 6/2013

Definování metodiky a cílů práce: 6/2013

Vypracování analytické části: 6/2013 – 9/2013

Syntéza poznatků, vyhodnocení, návrhy a doporučení: 10/2013 – 12/2013

Odevzdání poslední verze práce vedoucímu práce ke konečnému posouzení: 1/2014



**Rozsah textové části**

60-80 stran

**Klíčová slova**

Kapitálová struktura, optimalizace, teorie kapitálové struktury, finanční analýza, náklady kapitálu.

**Doporučené zdroje informací**

BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C. Teorie a praxe firemních financí. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4.

DAMODARAN ASWATH. Corporate finance: Theory and Practice, Includes bibliographical references and index, ISBN: 13:978-0-471-28332-4.

DLUHOŠOVÁ, D. a kol. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3 upravené vydání. Praha: Ekopress. 2010. s. 15 - 24. ISBN 978-80-86929-68-2.

MANKIW, N. Gregory. Zásady ekonomie. 1. vyd. Praha: GRADA, 1999. ISBN 80-7169-891-1.

SŮVOVÁ, HELENA. Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1999. ISBN 80-7265-027-0.

VALACH, JOSEF. Finanční řízení podniku :Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.

**Vedoucí práce**

Aulová Renata, Ing., Ph.D.

**Termín odevzdání**

březen 2014

**prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.**  
Vedoucí katedry



**prof. Ing. Jan Hron, DrSc., dr. h. c.**  
Děkan fakulty

V Praze dne 13.9.2013

## Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma  
*„Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku“*  
vypracovala samostatně a s použitím zdrojů uvedených v literatuře.

V Praze, dne 20. 03. 2014

.....

Vlastnoruční podpis autora

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce na téma „Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku“ je rozdělena do dvou částí. Teoretická část práce je zaměřena na uvedení do problematiky kapitálové struktury a jejího vymezení na základě odborné literatury. Je definován pojem kapitálová struktura, její členění, faktory mající vliv na kapitálovou strukturu a pozornost je rovněž věnována vybraným podmíněným teoriím kapitálové struktury a z nich vyplývajících možností optimalizace. Dále jsou specifikovány a zhodnoceny vybrané přístupy optimalizace kapitálové struktury.

Analytická část práce obsahuje charakteristiku podniku z hlediska právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury a rovněž struktury kapitálové. Získané teoretické znalosti jsou převedeny do praxe, je provedena analýza kapitálové struktury s využitím vybraných ukazatelů finanční analýzy (poměrové ukazatele), návrh optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku, ve vazbě na teorie optimalizace kapitálové struktury podniku, klasickou teorii, komparativní teorii, teorii hierarchického pořádku a teorii 4 dimenzí.

V závěru práce jsou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a navržena doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku, včetně návrhů pro celkové zlepšení finančního zdraví podniku.

## **ABSTRACT**

Thesis entitled "Analysis of the capital structure of chosen company" is divided into two parts. The theoretical part of the paper focuses on the introduction to the issue of capital structure and its definition on the basis of literature. It defined the term capital structure, its structure, factors affecting the capital structure and attention is also paid to selected conditional theories of capital structure and the resulting optimization options. The following are also specified and evaluated selected approaches optimizing the capital structure.

Analytical work contains the characteristics of the enterprise in terms of legal form, governance and organizational structure, production structure, and capital structure. The theoretical knowledge is translated into practice, there is an analysis of capital structure

using selected indicators of financial analysis (ratios), design optimization of the capital structure of selected company, in relation to the theory of optimizing the capital structure, the classical theory, comparative theory, pecking order theory and theory of four dimensions.

The conclusion summarizes the most important findings, draw conclusions from the calculations and recommendations designed to optimize the capital structure of selected company, including proposals for improving the overall financial health of the company.

**KLÍČOVÁ SLOVA:**

Kapitálová struktura, optimalizace, teorie kapitálové struktury, finanční analýza, náklady kapitálu, zadluženost, rentabilita

**KEY WORDS:**

Capital structure, optimization, theory of optimum capital structure, financial analysis, cost of capital, indebtedness, profitability

## Obsah

2 Cíl a Metodika .....	12
2.1 Cíl práce .....	12
2.2 Metodika .....	12
3. Literární rešerše .....	13
3.1 Vymezení základních pojmů .....	13
3.2 Kapitálová struktura .....	14
3.2.1 Celková velikost podnikového kapitálu .....	17
3.2.1.1 Vlastní kapitál.....	18
3.2.1.2 Cizí kapitál.....	19
3.2.1.3 Kapitálová versus finanční struktura podniku .....	21
3.3 Náklady kapitálu.....	21
3.3.1 Náklady vlastního kapitálu .....	21
3.3.2 Náklady cizího kapitálu .....	23
3.3.3 Průměrné náklady kapitálu - WACC (Weighted Average Cost of Capital).....	25
3.3.4 Kapitálová struktura podniku při zahrnutí nákladů finanční tísně .....	25
3.5 Optimalizace kapitálové struktury.....	28
3.5.1 Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku.....	29
3.6 Podmíněné teorie kapitálové struktury podniku .....	30
3.6.1 Teorie optimální kapitálové struktury podniku .....	30
3.6.2 Klasická teorie .....	32
3.6.3 Kompromisní teorie .....	35
3.6.4 Teorie hierarchického pořádku.....	35
3.6.5 Teorie čtyř dimenzí.....	36
3.7 Bod indiference kapitálové struktury.....	37
3.8. Obecná pravidla financování podniku.....	40
3.8.1 Horizontální pravidla financování kapitálové struktury .....	40
3.8.2 Vertikální pravidla financování kapitálové struktury .....	41
3.9 Finanční analýza a specifikace nástrojů použitelných pro optimalizaci kapitálové struktury .....	42
3.9.1 Analýza poměrových ukazatelů .....	42
4 ANALYTICKÁ ČÁST .....	48

4.1 Profil společnosti .....	48
4.1.1 Obecná charakteristika .....	48
Zdroj: výroční zpráva 2012 .....	49
4.1.3 Analýza odvětví.....	50
4.2 Analýza kapitálové struktury .....	51
4.3 Stanovení nákladů kapitálu .....	53
4.3.1 Náklady vlastní kapitál .....	53
4.3.2 Stanovení nákladů cizího kapitálu .....	56
4.3.4 Vygenerování U křivky .....	60
4.4 Finanční analýza .....	64
4.1.1 Ukazatelé rentability .....	65
4.1.2 Ukazatel zadluženosti.....	66
4.5 Navržení optimální kapitálové struktury .....	69
<b>5 ZÁVĚR .....</b>	<b>71</b>
<b>6 Seznam použitých zdrojů .....</b>	<b>73</b>
<b>7 Seznam tabulek .....</b>	<b>76</b>
<b>8 Seznam grafů.....</b>	<b>77</b>
<b>9 Seznam použitých zkratk .....</b>	<b>78</b>
<b>10 Seznam příloh.....</b>	<b>79</b>
Příloha 1 – Data dle CZ-NACE 28 pro komparaci s odvětvím .....	79
Příloha 2 – Rozvaha v plném rozsahu – aktiva Třinecké železářny v letech 2009-2012.....	79
Příloha 3 – Rozvaha v plném rozsahu – pasiva Třinecké železářny v letech 2009-2012 .....	79
Příloha 4 – Výkaz zisku a ztráty v druhovém členění.....	79
Příloha 5 – Cash Flow – přehled o finančních tocích .....	79
Příloha 2 – Rozvaha v plném rozsahu – aktiva Třinecké železářny v letech 2009-2012.....	81
Příloha 3 – Rozvaha v plném rozsahu – pasiva Třinecké železářny v letech 2009-2012 .....	82
Příloha 4 – Výkaz zisku a ztráty v druhovém členění.....	83
Příloha 5 – Cash Flow – přehled o finančních tocích .....	84



## **PODĚKOVÁNÍ**

Ráda bych poděkovala všem, kteří mi přispěli k dokončení mé diplomové práce. Především děkuji paní Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za odborné vedení práce, její cenné rady a podněty. Také děkuji rodině za obrovskou podporu a společnosti Třinecké železářny s.r.o. za poskytnutí veškerých informací pro zpracování této diplomové práce.

## 1 ÚVOD

Současné hospodářské prostředí vykazuje silné tendence k turbulentnímu chování, které se vyznačuje nestálostí a dynamikou změn, které přicházejí nečekaně a ovlivňují samotnou funkčnost podnikatelských subjektů. Nestačí pouze produkovat výsledné zboží nebo službu k uspokojení zákazníků s dominantní silou ovlivnit další směřování podniku, ale musí být zajištěno i nastavení takových vnitřních podmínek, které pokládají vhodné předpoklady pro zachování dlouhodobé konkurenceschopnosti na trhu.

Optimalizace kapitálové struktury v tomto kontextu zastává dominantní význam pro reflexi minulého stavu a budoucích prognóz pro implementaci současně vhodného konceptu struktury, která má důležitý vliv na tržní hodnotu a řízení podniku. V rámci optimalizace vystupuje mnoho aspektů, kterým je třeba věnovat pozornost pro validní zpracování vedoucí k nalezení co nejvíce optimální struktury, která by zajistila maximalizaci tržní hodnoty na bázi nejlepšího možného rozložení kapitálu. Užití všeobecně oblíbeného (levného) cizího kapitálu může být mnohdy v opozici riziku zadluženosti a snížení vlivu majitelů podniku na jeho další směřování.

Předmětem této práce je kapitálová struktura. Cíl pak představuje analýza kapitálové struktury zvoleného konkrétního podnikatelského subjektu pro navržení optimalizace kapitálové struktury dle identifikovaných skutečností.

Dle stanoveného cíle bude nejprve sestaven profil společnosti v intencích nezbytných informací k validnímu seznámení s podstatou činnosti a stručnou historickou reflexí působení v tuzemském tržním prostředí. Následná analýza odvětví přinese poznání o základních faktorech trhu.

V kapitole o analýze optimální kapitálové struktury budou vysloveny hlavní předpoklady o poznání ukazatelů a jejich vzájemné vazbě. Indiferentní analýza se zaměří na určení bodu kapitálové indiference v uchopení výhodnosti užívat služeb cizího kapitálu od určité hranice zisku. Finanční analýza se soustředí na výpočty ukazatelů rentability a zadluženosti. Stanovení nákladů na vlastní a cizí kapitál je podřízeno získání nezbytných vstupních dat pro konstrukci U-křivky jako hlavního výstupu klasické analýzy kapitálové struktury podniku.

## **2 Cíl a Metodika**

### **2.1 Cíl práce**

Cílem diplomové práce je provést analýzu kapitálové struktury společnosti Třinecké železářny s.r.o. za rok 2009 - 2012, vyvodit závěry a navrhnout opatření vedoucích k optimalizaci pomocí vhodně zvolených přístupů a výpočtů a to na základě analýzy časových řad ukazatel, vycházejících z účetních výkazů.

### **2.2 Metodika**

Práce je členěna do dvou částí. Teoretická část práce je zaměřena na uvedení do problematiky kapitálové struktury a jejího vymezení na základě odborné literatury. Je definován pojem kapitálová struktura, její členění, faktory mající vliv na kapitálovou strukturu podniku a pozornost je taktéž věnována vybraným podmíněným teoriím kapitálové struktury a z nich vyplývající možnosti optimalizace. Také jsou specifikovány a zhodnoceny vybrané přístupy optimalizace kapitálové struktury

Analytická část práce obsahuje charakteristiku společnosti Třinecké železářny s.r.o. z hlediska právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury a rovněž kapitálové. Získané teoretické znalosti jsou převedeny do praxe, následně je provedena analýza kapitálové struktury s využitím vybraných ukazatelů finanční analýzy, těmi jsou poměrové ukazatele, tedy ukazatel rentability a ukazatel zadluženosti, návrh optimalizace kapitálové struktury Třineckých železáren s.r.o., ve vazbě na podmíněné teorie kapitálové struktury.

V závěru této práce jsou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a navrženy doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury Třineckých železáren s.r.o., včetně návrhů pro celkové zlepšení finančního zdraví podniku.

Všechny okruhy problémů a propočty jsou použity v patřičných kapitolách literární rešerše.

### 3. Literární rešerše

#### 3.1 Vymezení základních pojmů

V teoretické části je pozornost zaměřena na vymezení základních pojmů kapitálové struktury podniku. Každý podnik musí mít na začátku své činnosti potřebné finanční zdroje. Jedná se především o vlastní či cizí kapitál. Tyto zdroje se dále využívají na získání hospodářských prostředků. Tímto pojmem rozumíme práci řídicích pracovníků, práci výkonných pracovníků, dlouhodobý a krátkodobý hmotný a nehmotný majetek. Majetek vyjadřuje veškeré informace o tom, co je ve vlastnictví podniku a co komu patří je zobrazeno v rozvaze. Rozvaha je přehled účtů, jenž na levé straně je zachycen konkrétní majetek podniku neboli **aktiva** a na pravé straně jsou zachyceny finanční zdroje neboli **pasiva**. Úhrny obou stran rozvahy se vždy rovnají (aktiva = pasiva => bilanční rovnice).

**Velikost celkového podnikového kapitálu závisí na mnoha faktorech:**

- velikost podniku
- stupni automatizace, mechanizace a robotizace

- organizaci odbytu
- rychlosti obratu kapitálu

### **Podnik může být:**

PODKAPITALIZOVÁN - platební neschopnost (insolvence)

PŘEKAPITALIZOVÁN - nízká rentabilita kapitálu

Existují dvě pravidla při sestavování kapitálové struktury podle WOHEHO G. . Prvním pravidlem je vertikální kapitálové struktura a druhým pravidlem je horizontální majetkově-kapitálová struktura, jejíž rozdělení se dále člení na zlaté pravidlo financování a zlaté bilanční pravidlo. Zlaté pravidlo financování říká, že struktura aktiv a pasiv by měla být časově sladěná. Z toho vyplývá, že dlouhodobá aktiva (např. budovy, výrobní linky apod.) by měla být kryta dlouhodobými pasivy, především základním kapitálem, nerozděleným ziskem z minulých let popřípadě dlouhodobými cizími zdroji. Stejně je to potom i u krátkodobých aktiv a pasiv. Důvodem je velká finanční náročnost a dostupnost na omezenou dobu. Jejich stěžejním úkolem je tedy poskytnout firmě krátkodobé užití, ze kterého bude mít větší zisk, než jsou náklady na tyto zdroje.

## **3.2 Kapitálová struktura**

Ve vymezení tohoto pojmu neexistuje mezi autory přílišná shoda. Obvykle ji definují jako „struktura podnikového kapitálu, ze které je financován jeho fixní majetek a trvalá část oběžného majetku“. Z tohoto hlediska pak můžeme nahlížet na kapitálovou strukturu podniku jako na užší pojetí pojmu finanční struktura podniku, kterou tentýž autor vymezuje jako „strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek“. Z toho plyne, že jde o různé formy kapitálu na straně pasiv v podnikové bilanci a to základní jmění, nerozdělený zisk, cizí zdroje společnosti a případně i ostatní pasiva.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C. *Teorie a praxe firemních financí*.

Translated by Zdeněk Strnad - Vilém Jungmann - Tomáš Hlaváč. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000. xix, 1064. ISBN 80-7226-189-4.

V jiné literatuře však můžeme nalézt poněkud odlišné pojetí stejného pojmu. Pak se jedná o směsici různých cenných papírů firmy. Firma může vydat desítky rozličných cenných papírů v četných kombinacích, ale pokouší se nalézt takovou kombinaci, která by maximalizovala její celkovou tržní hodnotu“. Tito autoři tedy definují kapitálovou strukturu částečně odlišným způsobem, aniž by zdůraznili, že jde o strukturu pasiv a opomíjí přitom fakt, že součástí kapitálové struktury mohou být vedle těchto cenných papírů i úvěry či nerozdělený zisk.

Další z přístupů nabízí německý autor Günter Wöhe, který chápe kapitálovou strukturu v úzké vazbě na strukturu majetkovou: „Struktura majetku, která je v mnoha odvětvích hospodářství dalekosáhle předem dána technickými činiteli, podmiňuje strukturu kapitálových potřeb.“ Přesné nadefinování pojmu je tedy poněkud zatlačeno do pozadí a spíše je zde zdůrazněn vztah majetku a kapitálu coby zdroje jeho krytí.<sup>2</sup>

Graf č. 1: Kapitálová struktura



<sup>2</sup> WOHE G., *Úvod do podnikového hospodářství*, C. H. Beck, Praha 1995.



## **Uživatelé informací o kapitálové struktuře podniku**

**Vedení podniku** - vedení podniku upřednostňuje informace nutné pro realizaci manažerských funkcí, tj. plánování, kontrolu, motivaci podřízených, resp. jejich zainteresování na hospodářském výsledku podniku či jeho jednotlivých částí, atp.

**Vlastníci podniku** - v tržní ekonomice vlastníci investují do podniku svůj kapitál proto, aby jej zhodnotili. Zvažují při tom, jaké podnikatelské a finanční riziko budou muset podstoupit. Pro zhodnocení podnikatelského rizika potřebuje vlastník informace o všech faktorech, které na jeho výši působí. Zmiňme se alespoň o míře inovací, postavení společnosti vzhledem ke konkurenci, perspektivách podniku v oboru, spolehlivosti vykázaných aktiv, dluhů a vlastního jmění aj.

Vedle podnikatelského rizika se akcionář stává spolunositelem i tzv. finančního rizika. Toto riziko vyplývá primárně faktu, že používám kapitál, který vyžaduje fixní platby k poměru k dosaženým výsledkům podniku (úvěr, obligace, leasing). Proto prioritou akcionáře je, aby výnosnost dosahovaná z jím vloženého kapitálu byla vyšší než riziko, jež nákupem vlastnického podílu bere na sebe.

**Výkonná moc ve státě** - jedná se hlavně o finanční úřady, orgány pověřené vytvářením a hodnocením hospodářské politiky aj.

**Krátkodobí věřitelé** - potřeba věřitelů se soustřeďuje na ty informace, podle nichž by mohli hodnotit schopnost podniku splácet v příslušných termínech své závazky a jež lze zjistit z účetních výkazů výpočtem ukazatelů likvidity podniku.

**Dlouhodobí věřitelé** - platí to, co bylo řečeno pro krátkodobé věřitele, ovšem s důrazem na dlouhodobost a tím pádem i hlubší analýzu stability, úvěruschopnosti a solventnosti podniku.

**Zákazníci** - odběratelé ponejvíce požadují informace potřebné pro zabezpečení, udržení vlastních aktivit, pro které je vztah s dodavatelem existenčně důležitý.

**Zaměstnanci** - zaměstnanci mají přirozený zájem o informace, podle nichž mohou posuzovat zajištěnost zaměstnání a příjmů či kariérní postup.

**Konkurenční podniky** - v ekonomicky vyspělých zemích se středně a vysoce rozvinutým tržním systémem hospodářství je pro mnohé podniky životně důležité sledovat vývoj situace v daném odvětví, oboru. Je to jedno ze stěžejních kritérií úspěšnosti podniku na trhu.<sup>3</sup>

### 3.2.1 Celková velikost podnikového kapitálu

Celková velikost podnikového kapitálu záleží především na:

- 1) velikosti podniku (čím větší se vyžaduje kapitál, tím větší podnik),
- 2) stupni mechanizace, automatizace, robotizace (čím vyšší tyto stupně, tím vyšší kapitál se vyžaduje),
- 3) rychlosti obratu kapitálu (čím rychlejší obrat kapitálu, tím menší může být kapitál), aj.

Podnik by měl mít přesně tolik kapitálu, kolik potřebuje. V případě, že má podnik kapitálu více, jedná se o jeho nehospodárné využití, které označujeme jako před kapitalizovaný podnik. U akciové společnosti to znamená, že bylo vydáno více akciového kapitálu, než by mohlo být účinně využito. Výsledkem je, že akciová společnost není schopna vytvořit tolik zisku, aby akcionáři mohli mít vyplacenou požadovanou míru dividend. Na druhé straně může být podnik podkapitalizován.

To nastane v období expanze podniku, jenž podnik rychle rozšiřuje výrobu a prodej, důsledkem je růst jeho aktiv, která nejsou kryta určitými finančními zdroji. Tím dochází k tomu, že se podnik zadlužuje u svých dodavatelů a tímto způsobem je kryt i dlouhodobý

---

<sup>3</sup> BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C. *Teorie a praxe firemních financí*.

Translated by Zdeněk Strnad - Vilém Jungmann - Tomáš Hlaváč. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000. xix, 1064. ISBN 80-7226-189-4.

majetek, čím se podnik dostává do platební neschopnosti, což bývá obvykle náznakem úpadku společnosti. Při zakládání podniku se v zakladatelském rozpočtu stanoví množství kapitálu.<sup>4</sup>

### 3.2.1.1 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál vzniká vkladem základního kapitálu a je postupně zvyšováním podnikatelskou činností:

- je ukazatelem finanční jistoty respektive podílem na celkovém kapitálu
- je nositelem podnikatelského rizika
- není stálý, mění se podle výsledků hospodaření v období
- U FO jsou to peněžité i nepeněžité vklady
- u PO se rozděluje do několika položek:

**Základní kapitál** - tvoří peněžité a nepeněžité vklady vlastníků do společnosti. ZK se tvoří jak při založení podniku a většinou se nemění

**Kapitálové fondy** - se tvoří různými kapitálovými vklady, které nezvyšují základní kapitál (dary, dotace, dividendy, změny uznaného ocenění vkladů, změny vkladů společníků)

**Fondy ze zisku** - jejich tvorba je dané podnikovými stanovami. Zahrnujeme do nich zákonný rezervní fond, nedělitelný fond, ostatní fondy)

**Výsledek hospodaření** - je rozdíl mezi výnosy a náklady podniku v daném účetním období a

---

<sup>4</sup> SYNEK MIROSLAV, KISLINGEROVÁ EVA., *Podniková ekonomika*, Nakladatelství C H Beck, 2010 - Počet stran: 498, ISBN 978-80-7357-580-9.

přestavuje tak zisk nebo ztrátu podniku. Zisk je důležitou součástí poměrových ukazatelů, především: - nákladové rentability (zisk/náklady) - rentability V, resp. tržeb (zisk/V, resp. zisk/tržby) - rentability vlastního kapitálu (zisk/VK) - rentability podniku (zisk/veškerý podnikový kapitál).

**Emisní ážio** - představuje rozdíl mezi tržní a nominální hodnotou akcie

### 3.2.1.2 Cizí kapitál

Pod pojmem cizí kapitál rozumíme zdroje, které si podnik vypůjčil od věřitelů na dobu určitou. Jedná se především o závazky vůči bankám, finančním úřadům, dodavatelům, zdravotním pojišťovnám. Podnikatel musí za půjčený kapitál zaplatit úrok, který je pro něho nákladem a pro věřitele výnosem.

**Cizí kapitál se dělí na:**

**Dlouhodobý** - zahrnuje bankovní úvěry (delší než 1 rok), podnikové obligace (dluhopisy) a rezervy (př. opravy dlouhodobého majetku)

**Krátkodobý** - zahrnuje bankovní úvěry (kratší než 1 rok), dodavatelské úvěry, nevyplacené mzdy a dividendy (výnosy z akcie)

**Důvody pro použití cizího kapitálu**

1. Nedostatek vlastního kapitálu při založení podniku
2. Nedostatek kapitálu v době, kdy je potřeba
3. Při využití cizího kapitálu nevznikají jeho věřiteli žádná práva na řízení podniku, oproti přibírání nových společníků

4. Využití cizího kapitálu je většinou levnější než vlastního, přičemž zvyšuje rentabilitu podniku (finanční páka, daňový efekt).

### **Krátkodobý cizí kapitál**

Krátkodobý cizí kapitál jsou závazky podniku splatné do 1 roku. Jedná se o bankovní a dodavatelské úvěry, nezaplacené daně, dlužné dividendy, výdaje příštích období, zálohy od odběratelů, nevyplacené mzdy, závazky k finančnímu úřadu, zdravotní pojišťovně a správě sociálního zabezpečení. Krátkodobý závazek je pro firmu obvykle levnější než dlouhodobý, jenž se má kratší dobu splatnosti a měl by být využit na krytí krátkodobého majetku, jako jsou hotové výrobky či splatné pohledávky. V případě, že krátkodobých aktiv je v podniku více než krátkodobých cizích zdrojů, nazýváme tyto prostředky jako čistý pracovní kapitál. Pakliže se používají krátkodobé cizí zdroje k financování dlouhodobých aktiv, přinášejí pro firmu vysoké riziko.

### **Dlouhodobý cizí kapitál**

Dlouhodobý cizí kapitál zahrnuje dluhové financování se splatností delší než 1 rok. Jedná se o bankovní úvěry (př. hypoteční), leasingové dluhy, emitované podnikové obligace a dlužní úpisy a ostatní dlouhodobé závazky. Dlouhodobý cizí kapitál by měl být kryt především dlouhodobá aktiva a trvale vázaný oběžný majetek. Pro užití financování krátkodobých aktiv dochází k ne hospodárnosti podniku.

### **Rezervy**

Rezervy slouží pro financování očekávané výdaje v budoucnu, jako jsou kurzové ztráty, opravy budov a nedobytné pohledávky). Vytvářejí se na vrub nákladů a tím odlišují se od rezervních fondů, jenž se tvoří ze zisku. Další možností rezerv jsou tzv. skryté rezervy (tiché,

latentní). Skryté rezervy vzniknout vyšším oceněním dluhů a nižším oceněním aktiv.<sup>5</sup>

### **3.2.1.3 Kapitálová versus finanční struktura podniku**

Pod pojmem kapitálová struktura podniku rozumíme strukturu dlouhodobého kapitálu neboli pasiv, jenž je z něho financován dlouhodobý majetek neboli aktiva.

Finanční struktura podniku neboli struktura celkového kapitálu podniku, jenž je z něho financován celkový majetek tzv. aktiva. Finanční a kapitálová struktura se od sebe liší tím, že podnik

## **3.3 Náklady kapitálu**

Pro analýzu kapitálové struktury podniku je velmi důležité definovat jednotlivé náklady kapitálu, které představují jeden z hlavních faktorů pro rozhodnutí o struktuře financování podniku.

### **3.3.1 Náklady vlastního kapitálu**

Náklady na vlastní kapitál představují velmi náročnou disciplínu, která bývá mnohdy přehlížena pod falešným dojmem praktické „beznákladovosti“ vlastního kapitálu, jenž firma jednoduše vlastní. Jako každý jiný kapitál je však spojen s nároky věřitelů, kteří očekávají oprávněné zhodnocení své investice.

Cenu kapitálu si mohou majitelé podniku stanovit pomocí normativního interního pokynu, který definuje minimální (konstantní výnos), který je požadován. Dochází tak k implementaci expertního odhadu, který stanoví přesnou výši této částky. Tento přístup je neodmyslitelně spojen s důležitou mírou zakomponování vlastních zkušeností, které jsou vetkány jako směrodatný atribut do konstrukce výsledného výpočtu.

---

<sup>5</sup> SYNEK MIROSLAV, KISLINGEROVÁ EVA., *Podniková ekonomika*, Nakladatelství C H Beck, 2010 - Počet stran: 498, ISBN 978-80-7357-580-9.



Běžnou praxí bývá vyjádření tzv. „*alternativních*“ nákladů, které spadají k uchýlení se investice do bezrizikového nástroje, u kterého se nerealizuje vysoké nebezpečí ztráty z příjmu a znehodnocení svěřeného kapitálu. Výnosová míra státních dluhopisů tak často slouží sama o sobě jako náklady vlastního kapitálu.<sup>6</sup>

Nejčastěji se přistupuje k využití modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model)

$$r_e = r_f + b(\text{beta}) * (r_m - r_f)$$

příčemž:

$r_e$	=	náklady na vlastní kapitál
$r_f$	=	bezriziková míra výnosu
$r_m$	=	tržní úroková míra
$b(\text{beta})$	=	koeficient vyjádření systematického rizika

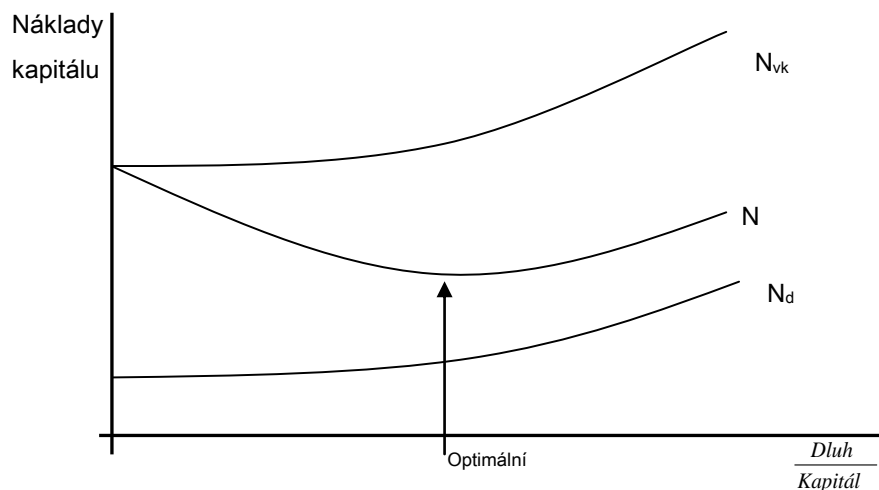
dalšími metodami jsou arbitrážní model oceňování APM (Arbitrage Pricing Model), dividendový růstový model a stavebnicový model, určení nákladů vlastního kapitálu na základě analýzy rizika, oceňování pomocí diskontovaných očekávaných dividend, určení nákladů vlastního kapitálu na základě průměrné rentability či odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál .<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> ŠIMAN, J., PETERA, P.: *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck. 2010. 192 str. ISBN: 978-80-7400-117-8.

<sup>7</sup> DLUHOŠOVÁ, D., a kol.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. 2011. 225 str. ISBN: 978-80-8692.869-2.

Graf č. 2: Náklady kapitálu



$N_d$  – Náklady dluhu

$N_{ck}$  – Náklady vlastního kapitálu

$N$  – Průměrné náklady kapitálu

Zdroj: VALACH, J. Finanční řízení podniku, 2001

### Náklady podniku se pro finanční rozhodování používají:

- a) při hodnocení efektivnosti investičních projektů - stanovení diskontní sazby
- b) při určení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku - mezní průměrné náklady
- c) při oceňování podniku
- d) při tvorbě optimální kapitálové struktury podniku

### 3.3.2 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu jsou tvořeny úrokovými náklady, které reprezentují cenu získání cizího kapitálu, jenž musí být uhrazen věřitelům. Úroková míra tak vystupuje jako hlavní aspekt zájmu výzkumu. U úrokové míry odpovídá výše rizika nesplacení vypůjčené částky ze strany klienta, proto je míra vysoce proměnlivou veličinou v závislosti na

momentálním stavu podniku a predikci jeho budoucího vývoje.<sup>8</sup>

Pro zajištění validní výpovědní hodnoty je však třeba myslet na nezbytné snížení úrokových nákladů o hodnotu tzv. „*daňového štítu*“, který značí úspory z daní, které plynou z používání cizího kapitálu.<sup>9</sup>

### **Daňový štít**

Daňový štít je princip, díky němuž dochází ke snižování ceny cizího kapitálu, protože úroky z půjčky se zahrnují do daňově uznatelných nákladů. **Daňový štít závisí pouze na daňové sazbě korporace a na schopnosti ... vydělat dost na zaplacení úrokových sazeb...**<sup>10</sup>

Z hlediska konstrukce jednotlivých faktorů cizího kapitálu se do výpočtu nezařazují ty složky cizího kapitálu, které sami o sobě nepůsobí na vyvolání nákladů. Nejčastější kategorií tak tvoří např. krátkodobé závazky k dodavatelům, státu a dalším, kdy podnik nevykládá další prostředky k zajištění tohoto kapitálu.

Ke stanovení nákladů na cizí kapitál existuje více metod, které se odlišují uchopení základních veličin jako výchozího konstruktů pro získání konečného výpočtu. V této práci bude využito metody podílu úrokových nákladů na celkovém objemu bankovních úvěrů a výpomocí pro poskytnutí přibližné hodnoty jako nástroje pro potvrzení správnosti výpočtu dle následného zpřesnění metodou výpočtu úrokových sazeb dle PRIBOR k datu konečného vykazání stavu prostředků.<sup>11</sup>

Konečné vyjádření nákladů vychází ze vztahu mezi váženým podílem úrokové sazby k zůstatku. Pro výpočet tak bylo využito vzorce:

---

<sup>8</sup> VOCHOZKA, M., MULAČ, P.: *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. 2012. 570 str. ISBN: 978-80-2474-372-1.

<sup>9</sup> FOTR, J., SOUČEK, I.: *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. 2005. 356 str. ISBN: 978-80-247-0939-2.

<sup>10</sup> BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C. *Teorie a praxe firemních financí*. Translated by Zdeněk Strnad - Vilém Jungmann - Tomáš Hlaváč. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000. xix, 1064. ISBN 80-7226-189-4.

<sup>11</sup> KISLINGEROVÁ, E.: *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck. 2010. 391 str. ISBN: 978-80-7400-194-9.

Náklady cizího kapitálu ( $r_d$ ) =  $\sum$  Úroková sazba \* Procentní podíl zůstatku

### 3.3.3 Průměrné náklady kapitálu - WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Nákladem cizího kapitálu je úrok. Průměrné kapitálové náklady můžeme vyjádřit pomocí WACC (Weighted Average Cost of Capital) - tento pojem vyjadřuje alternativní náklady kapitálu (průměrnou cenu), jenž podnik využívá poskytnutý kapitál. WACC může být vyjádřen v diskontní sazbě nebo v úrokové míře.<sup>12</sup>

WACC lze vypočítat:

$$\text{WACC} = r_e * (E / C) + r_d * (1-t) * (D / C)$$

kde:

WACC - průměrné náklady na kapitál,

$r_e$  - náklady na vlastní kapitál,

$r_d$  - náklady na cizí kapitál,

C - celkový investovaný kapitál,

E - vlastní kapitál,

D - cizí úročný kapitál,

t - sazba daně ze zisku

### 3.3.4 Kapitálová struktura podniku při zahrnutí nákladů finanční tísně

---

<sup>12</sup> KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 2. rozš. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck. 2001. 384 str. ISBN: 978-80-7179-529-1.

Z důvodu bytí finančního rizika přepokládáme, že poroste zadluženost, zvýší se tím průměrné náklady kapitálu. Do nákladů kapitálu by se měly zahrnovat i tzv. náklady finanční tísně. Jedná se o náklady, které vznikají při úpadku podniku, při střetu zájmu s akcionáři a manažery, popřípadě věřiteli. Jsou to veškeré náklady, které mohou vyústit konkurzem. Náklady finanční tísně jsou složeny z nákladů úpadku a nákladů z konfliktů zájmů.<sup>13</sup>

Náklady finanční tísně se dělí na:

**Náklady úpadku** – tyto náklady musí podnik hradit, v případě, že se dostane do finanční tíže. Náklady úpadku členíme na:

- a) **Přímé** – jedná se především o náklady za advokáty, soudní znalce či soudní poplatky a další.
- b) **Nepřímé** – do nepřímých nákladů řadíme především náklady, které vyplývají z finanční stránky podniku. Např.: nízký obrat prodeje podniku, odchod klíčových zaměstnanců či vyplacení vyšších úroků věřitelům jako náhrady za zvýšené riziko atd.

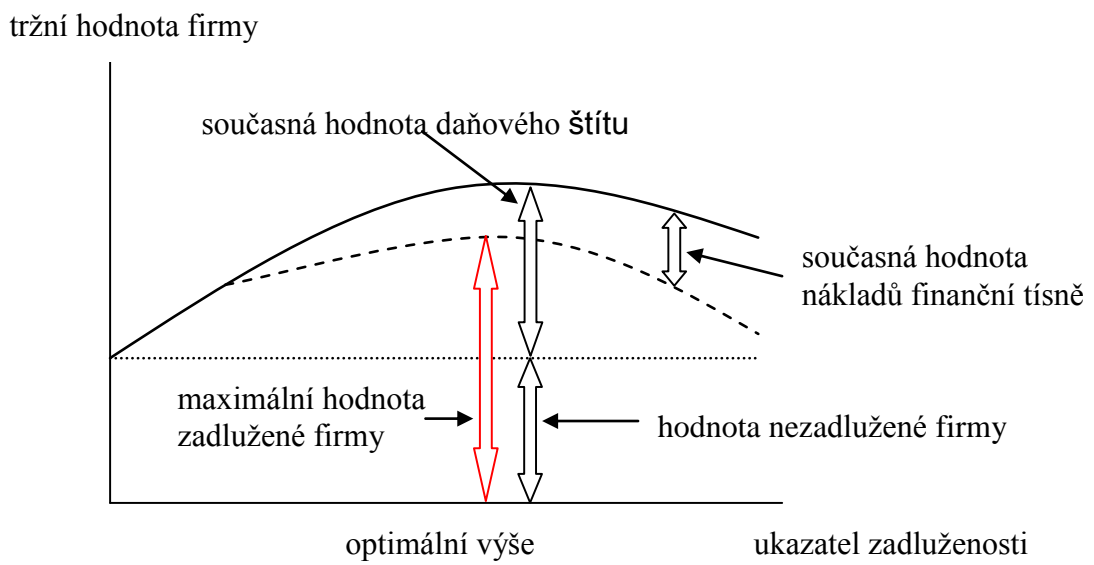
**Agenturní náklady** – nastanou z důsledku opačných záměrů zainteresovaných osob na fungování podniku. Tyto náklady se člení na:

- náklady, které jsou potřeba vynaložit na minimalizaci možných opačných zájmů řídicích pracovníků podniku a jeho akcionářů,
- náklady, které jsou potřeba vynaložit na minimalizaci možných opačných zájmů akcionářů podniku a jeho věřitelů (držitelů dluhopisů, bank, dodavatelů, atd.),
- náklady, které jsou potřeba vynaložit na minimalizaci možných opačných zájmů

---

<sup>13</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

Graf č. 3: Vliv nákladů finanční tísně na hodnotu podniku



Zdroj: BREALEY, R. A., MYERS, 1992, str. 464



### 3.5 Optimalizace kapitálové struktury

Stanovení optimální kapitálové struktury je velmi složitou záležitostí. Pohled na optimální kapitálovou strukturu se v literatuře liší.

Podle Valacha je subjektivní postoj manažerů k riziku takový, že společnosti se zadlužují ať už více nebo méně, nežli je optimální. Majorita manažerů dává přednost nižšímu zadlužování, aby neohrozila chod podniku, proto se uchylují k bezpečnější cestě, a to i přestože, plně nevyužívají příležitosti úrokového daňového štítu a proto společnost má vysoké průměrné náklady.

Za optimální kapitálovou strukturu považuj Valach takový poměr vlastních a cizích zdrojů kapitálu, který má pro podnik nejvyšší efektivnost, tedy přináší nejnižší náklady. Velikost nákladů vlastního a cizího kapitálu je odvozena z těchto úvah:<sup>14</sup>

- Vlastníci, kteří do podniku vložili vlastní kapitál, nesou mnohem větší riziko, než věřitelé, a z toho důvodu požadují větší výnosnost. Především proto je považován cizí kapitál za levnější.
- Úroky ze zapůjčeného kapitálu se považují za náklad, tedy snižují zdanitelný zisk. Působí jako úrokový daňový štít.
- Čím více je určitý podnik zadlužen, tím více roste riziko jeho platební neschopnosti plnit své závazky a věřitelé požadují vyšší výnos ze svých poskytnutých finančních prostředků podniku. Vzroste-li úroková sazba pro daný podnik, zvýší se i náklady.
- Při navyšování zadluženosti roste také požadavek akcionářů na nárokování vyššího výnosu z jejich akcií, jejichž výsledkem je růst nákladů vlastního kapitálu.

Velikost vlastního a cizího kapitálu se v podniku může lišit, v závislosti na mnoha faktorech. Ovlivňujícím faktorem může být struktura aktiv, výnosnost podniku, obor podnikání, úroková míra bank či stabilita tržeb a zisku.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> VALACH, J., a kol.: *Finanční řízení podniku*. 2. aktualizované vyd., Praha: EKOPRESS, 1999. ISBN 80-8611

<sup>15</sup> VALACH, JOSEF. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-

### **Optimalizace zadluženosti říká, že:**

- cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál
- úroková míra roste s růstem zadluženosti
- při zvýšení rizika požadují akcionáři vyšší dividendy

Podle Valacha (1998) působí na průměrné náklady (mimo vlastního a cizího kapitálu)

dva faktory:

- a) Vliv daní ze zisku
- b) Vliv nákladů finanční tísně

### **3.5.1 Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku**

Určení kapitálové struktury v tržních hodnotách vychází:

- ze současné struktury kapitálu
- ze struktury kapitálu obvyklou pro obdobné podniky
- z cílové struktury kapitálu

Při určení struktury kapitálu v tržních hodnotách je možné použít pro výpočet současnou nebo cílovou strukturu kapitálu, tedy strukturu kapitálu obvykle u srovnatelných podniků. U současné struktury kapitálu je nutné zvážit její úpravu vzhledem k úpravě aktiv. Provedenými úpravami byla aktiva o některé položky zvýšena nebo snížena, tyto položky ovlivňují nejenom výši, ale i strukturu kapitálu. Při zařazení aktiv financovaných leasingem či aktiv v nájmu, vzniká na straně pasiv závazek. U ostatních pasiv jde o ekvivalenty vlastního kapitálu.<sup>16</sup>

---

86119-21-1.

<sup>16</sup> PAVELKOVÁ, D. KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: LINDE nakladatelství s.r.o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.

## 3.6 Podmíněné teorie kapitálové struktury podniku

Z pohledu teoretických doporučení, která dnešní finanční literatura poskytuje finančním manažerům ve sféře tvorby kapitálové struktury podniku, jsou nejvýznamnější tzv. podmíněné teorie kapitálové struktury podniku. Holým faktem je skutečnost, že problematika dílčí teorií kapitálové struktury i kapitálové struktury jako takové je sféra především světových publikací a to zejména anglicky psané literatury. To souvisí s faktem, že za počátek podmíněných teorií kapitálové struktury podniku stojí především práce amerických ekonomů.

Domácí finanční literatura v tomto oboru je poněkud pozadu a zpravidla se spokojuje pouze s převzetím úsudků ze světových publikací a to zpravidla neúplně a nedbale. Skutečností tedy je, že v domácí odborné literatuře není ani souhrn doposud utvořených teorií kapitálové struktury podniku. Ještě větším problémem domácí finanční znalosti v oboru kapitálové struktury podniku je skutečnost, že závěry dílčích teorií přebíraných ze světových publikací nebyly dosud ve velkém rozsahu ozkoušeny a ověřeny v podmínkách domácí ekonomiky.<sup>17</sup>

### 3.6.1 Teorie optimální kapitálové struktury podniku

Poměr vlastních a cizích kapitálových zdrojů, který vytváří nejvyšší zisk (to znamená nejnížší náklady) se nazývá optimální kapitálovou strukturou podniku. Podle autora obecně platí, že větší riziko nesou vlastníci podniku, kteří do něj vložili svůj kapitál než věřitelé a proto vlastníci chtějí vyšší výnosnost. Právě proto je kapitál věřitelů levnější, což souvisí s tím, že z půjčeného kapitálu se úroky počítají do nákladů (je snížen zdanitelný zisk) a fungují jako tzv. úrokový daňový štít.<sup>18</sup>

Náklady vlastního kapitálu rostou, pokud se zvedá zadluženost a s tím roste i riziko

---

<sup>17</sup> [OHLSON, J. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, 11 (2), 1995, pp. 661 – 687]

<sup>18</sup> [VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 289 s. ISBN 80-86929-01-9.

toho, že podnik nebude schopen dostát svým závazkům.

Samozřejmě mohou existovat rozdíly v poměru cizího a vlastního kapitálu mezi různými podniky (v závislosti na oboru činnosti, chování managementu, úrokové míře bank...) např. kapitálové podniky jednou hlavně na cizí zdroje a průmyslové společnosti spíše na ty vlastní.

Struktura aktiv může mít také velký vliv na podnikový kapitál. Aktiva s vysokou likviditou jsou v ideálním případě financována z krátkodobých závazků. V peněžní podobě by podnik měl mít dostatečnou výši pracovního kapitálu, neboť to svědčí o jeho dobré finanční kondici.<sup>19</sup>

Na druhé straně může podnik také financovat krátkodobá aktiva dlouhodobým kapitálem, ale to není efektivní, protože to ve finále stojí více. Ale fixní majetek by podnik měl financovat cizím krátkodobým kapitálem a to z toho důvodu, že by mohl vzniknout tzv. nekrytý dluh. A ještě tu může být nehmotný majetek, kde ale existuje riziko toho, že dojde ke snížení ceny aktiv a z toho důvodu by podniky s velkým objemem nehmotného majetku měly volit jen lehké, pomalé, zadlužování.

Jednou z podstatných věcí je přístup (subjektivní) managementu k riziku a proto se některé podniky zadlužují více a jiné méně. Většinou to ale funguje tak, že management volí „bezpečnější“ cestu a tudíž nevyužívá zcela možností úrokového daňového štítu.<sup>20</sup> Jestliže podnik generuje více peněz, než stojí úroky z cizího (půjčeného) kapitálu, jedná se o tzv. finanční páku, kterou management používá ke zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu (ale na druhou stranu tím zvyšuje i jeho rizikovost).

Kislingerová dělí postupy k definování optimální kapitálové struktury na dvě skupiny:

Statické teorie a Dynamické teorie. Podle této autorky se nesmí opomíjet také tzv. finanční volnost, která ve stručnosti znamená, že by podniky měly v první řadě využívat vnitřních zdrojů (tedy těch, které vznikly z činnosti podniku). Kislingerová je řadí takto:

#### 1. vnitřní zdroje vlastní

---

<sup>19</sup> SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. 4., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 475 s. ISBN 80-7179-892-4.

<sup>20</sup> VALACH, J.. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2005. s. 299

2. vnitřní zdroje cizí
3. vnější zdroje cizí
4. vnější zdroje vlastní<sup>21</sup>

### 3.6.2 Klasická teorie

Klasická teorie kapitálové struktury společnosti je založena na průměrných nákladech kapitálu. Za optimální kapitálovou strukturu se považuje takové složení kapitálu společnosti, při kterém jsou průměrné náklady kapitálu společnosti minimální. Pokud budeme vycházet z předpokladu stabilních očekávaných výnosů, tak je možné bod minimální průměrných nákladů kapitálu společnosti ztotožnit s maximalizací tržní hodnoty společnosti.<sup>22</sup>

Optimální kapitálovou strukturu společnosti je možné také definovat, jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnoty společnosti. Průměrní náklady kapitálu společnosti pak vykazují tvar tzv. U křivky, kdy nejprve s rostoucím dluhem klesají, dosáhnou maxima a následně se opětovně začínají zvyšovat.<sup>23</sup> Bod minimálních průměrných nákladů představuje optimální poměr dluhu ve vztahu k celkovému kapitálu, tedy hovoříme o optimální kapitálové struktuře.<sup>24</sup>

Ve vztahu k řešenému praktickému příkladu společnosti, lze graficky vyjádřit tuto teorii následujícím způsobem, na grafu níže. Klasická teorie vychází z předpokladů, že:<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.

<sup>22</sup> HRDÝ, M., STROUHAL, J. *Finanční řízení*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., 2010. 228 s. ISBN 978-80-7357-580-9, 105 s.

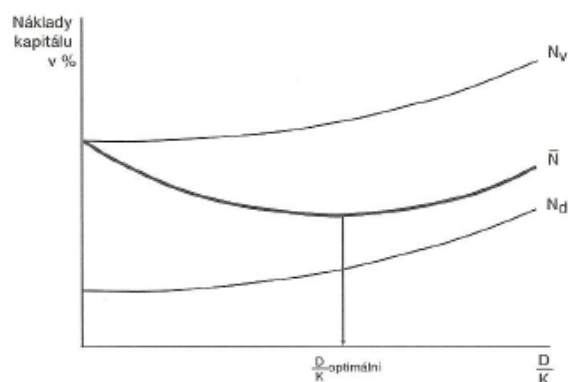
<sup>23</sup> HRDÝ, M., STROUHAL, J. *Finanční řízení*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., 2010. 228 s. ISBN 978-80-7357-580-9, 105 s.

<sup>24</sup> HRDÝ, M., STROUHAL, J. *Finanční řízení*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., 2010. 228 s. ISBN 978-80-7357-580-9, 105 s.

<sup>25</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2005, 298 s.

- Náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu, v tomto pojetí věřitelé obecně podstupují nižší riziko než akcionáři, požadují proto nižší výnosnost ze zapůjčených prostředků

Graf č. 4: Grafické znázornění optimální kapitálové struktury podle klasické teorie



$N_v$  - náklady vlastního kapitálu;       $N_d$  - náklad dluhu;  
 $\bar{N}$  - průměrné náklady kapitálu;      D - dluh;      K - celkový kapitál

Zdroj: VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2005, 289 s.

Z tohoto pak úroky z cizího kapitálu snižují základ zdanění, konkrétně pak:<sup>26</sup>

- Náklady dluhu s růstem zadluženosti společnosti stoupají, kdy věřitelé společnosti pocítují vyšší finanční riziko a požadují vyšší úrok
- S růstem zadluženosti společnosti stoupají nejenom náklady dluhu, ale také náklady vlastního kapitálu, také například majitelé akcií u společnosti pocítují při vyšší zadlužení vyšší riziko a začínají zvyšovat své požadavky na výnosnost akcií

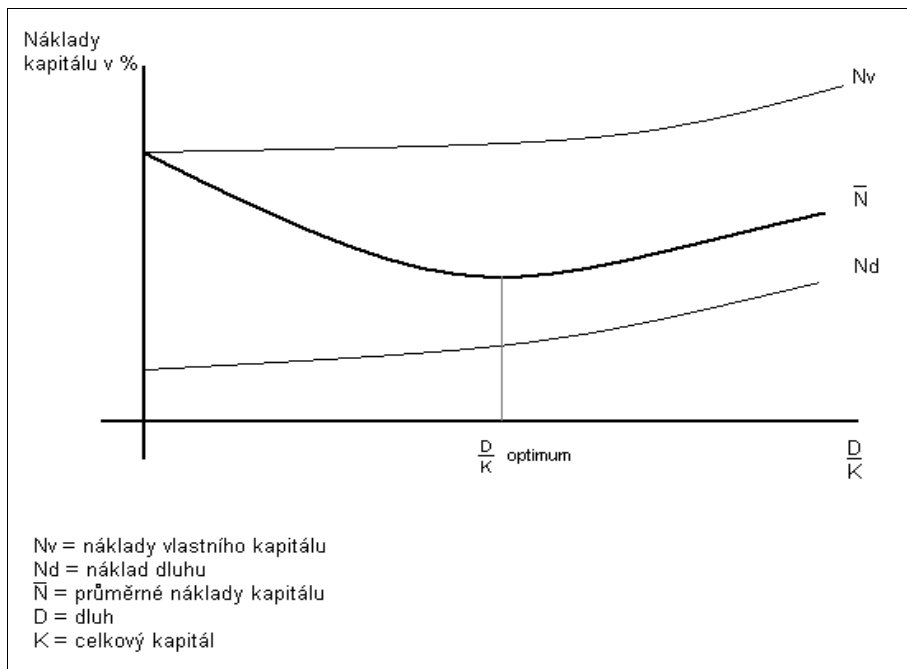
Průměrné náklady kapitálu tak představují výdaj, který musí společnost zaplatit za získání všech druhů kapitálu. Jedná se tedy o úrok, o cenu za použití kapitálu věřitelů, kde je zohledněn i faktor daní, a dále pak o požadovaný výnos akcionářů. Celkový výsledek není závislý pouze na těchto složkách, na úroku a na požadovaném výnosu akcionářů, ale také na

<sup>26</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2005, 298 s.



struktúre kapitálu, tj. v jakém poměru používá společnost k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál, se změnou kapitálové struktury se mění i výsledná hodnota průměrných nákladů.<sup>27</sup>

Graf č. 5: Minimum průměrných nákladů na kapitál



Zdroj: VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2005, 289 s.

Nejvýraznější čarou v grafu je křivka průměrných nákladů - je ve tvaru písmene „U“, proto se nazývá U-křivkou. Výše průměrných nákladů na kapitál je závislá na nákladech na jednotlivé formy kapitálu a na jejich podílu k celkovému kapitálu. Optimální kapitálová struktura je v grafu vynesena v bodě.

<sup>27</sup> KISLINGEROVÁ, E., a kol.: *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 714 s. ISBN 978-80-7400-194-9, 174 s.

### 3.6.3 Kompromisní teorie

Jak už vyplývá z názvu, tato teorie hledá kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Podniky, které jsou velmi zadlužené, by na základě této teorie měly rozprodat část svých aktiv (nebo udělat jiné kroky ke splacení svého dluhu, tzn. snížit nebo zastavit vyplácení dividend, vydat nové akcie apod.). Ale je zde druhá strana mince a to právě z pohledu úrokového daňového štítu – kompromisní teorie totiž nedokáže uspokojivě vysvětlit fakt, že velmi dobře prosperující firmy, které mají jen malý podíl dluhu na svém celkovém kapitálu, by mohly uspořít velké prostředky, pokud by navýšily podíl svého dluhu na kapitálu.<sup>28</sup>

K lepšímu uchopení problému nyní přiblížím pojem „náklady finanční tísně“. Obecně se jedná o situaci, kdy se firma může za jistých okolností blížít až k vyhlášení bankrotu. Je to taková situace, kdy firma není schopna včas splácet svoje závazky. Náklady finanční tísně jsou složeny z nákladů úpadku a nákladů z konfliktů zájmů. U těchto nákladů se dá poměrně jednoznačně v konkrétní situaci vyčíslit jejich hodnota s výjimkou nákladů z konfliktu zájmů (manažeři vs. Vlastníci vs. Věřitelé – každý z nich chce maximalizovat „svůj“ zisk a minimalizovat riziko ztráty, avšak subjektivní zájmy zúčastněných jsou protichůdné).<sup>29</sup>

### 3.6.4 Teorie hierarchického pořádku

Tato teorie vnáší trochu netradiční pohled na věc a soustředí se zejména na zájmy managementu podniku a ne na zájmy vlastníků. Autorem této teorie je Stewart Mayers. Tato teorie nemá ambici stanovit optimální výši zadlužení, neboť tvrdí, že je to individuální v závislosti na konkrétním podniku, jeho potřebách a podmínkách. Podle teorie hierarchického pořádku si podniky s vysokým ziskem nemusejí půjčovat (nebo si půjčují

---

<sup>28</sup> BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.

<sup>29</sup> VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.

málo) cizích prostředků a to z toho důvodu, že mají dostatek vlastních zdrojů. Podle Valacha [2005] je pořadí zdrojů pro financování následující:

1. Interní zdroje
2. Dlouhodobý úvěr a emise dlouhodobých obligací
3. Emise akcií

Použití interních zdrojů je obvykle pro firmu nejjednodušší (i když ne nejlevnější), ale s přihlédnutím k tomu, že pro management je to cesta nejmenšího odporu, je zařazení na první místo logické. Toto vysvětluje, proč si ziskové firmy půjčují nejméně – snaží se eliminovat rizika spojená s externími zdroji (tj. hlavně výše emisních nákladů).

Tato teorie jako jediná pracuje i s iracionálními vlivy. A to z hlediska toho, že ne každý podnik má při svém rozhodování rozdílné informace. Svoji roli hraje reakce okolí, celkové podmínky, očekávání apod. což je prvotním stavebním kamenem této teorie.<sup>30</sup>

### 3.6.5 Teorie čtyř dimenzí

Podle této teorie je nalezení optimální kapitálové struktury problematické a obtížné z toho důvodu, že neexistuje žádný konkrétní vzorec pro výpočet průměrných nákladů kapitálu. Od tohoto se odlišuje klasická teorie kapitálové struktury. Autoři, kteří uplatňují tuto teorii, kladou důraz na to, že snaha o vytvoření optimální teorie kapitálové struktury musí respektovat následující čtyři dimenze, konkrétně pak:<sup>31</sup>

- Daně – tyto vedou k úrokovému daňovému štítu, ale pouze v případě, že je společnost zisková, pokud však společnost nebude moci využít úrokový daňový štít, neměla by se společnost dále zadlužovat

---

<sup>30</sup> KISLINGEROVÁ, E., a kol.: *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 714 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

<sup>31</sup> VALACH, J., a kol.: *Finanční řízení podniku*. 2. aktualizované vyd., Praha: EKOPRESS, 1999. ISBN 80-86119-21-1, 304 s.

- Riziko – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení společnosti
- Typ aktiv – společnosti s převahou nehmotných aktiv, eventuálně nelikvidních aktiv, by si neměly příliš vypůjčovat
- Finanční volnost – společnost by měla usilovat o to, aby měla dostatek dostupných zdrojů pro nové investiční příležitosti, kdy hovoříme o dostupnost interních zdrojů vlastního kapitálu, například zisku, protože tržní hodnota společnosti závisí více na správném výběru investičního projektu než na struktuře financování projektu

Tato teorie je také označována jako teorie R. A. Barleyho a S.C. Mayerse.

### 3.7 Bod indiference kapitálové struktury

Bod indiference kapitálové struktury je jako pojistka u nepředvídatelných rizik v podnikání, slouží tedy ke krytí.

*Analýza bodu indiference kapitálové struktury, kterou lze definovat jako takovou výši zisku podniku před úroky a zdaněním, při níž zisk na jednu akcii (po úrocích a zdanění) je stejný jak při alternativě dluhového financování, tak při alternativě financování pomocí vlastního kapitálu.<sup>32</sup> Jinými slovy lze říci, že bod indiference kapitálové struktury napomáhá k rozhodnutí, zda li je pro podnik vhodnější dluhové financování či financování vlastním kapitálem.*

Z této formulace lze usuzovat, že v bodě indiference kapitálové struktury společnosti je závazkové financování stejně preferenční jako financování z podpory vlastního kapitálu. Jedná se o alternativy, z nichž je vždy jedna lepší, než druhá. (Může být preferováno financování buď z vlastních zdrojů či cizích zdrojů.)

---

<sup>32</sup> HRDÝ, Milan. Strategické finanční řízení a investiční rozhodování. 1. vyd. Praha : BILANCE, 2008.132s.

Z matematického hlediska se lze bod indiference kapitálové struktury odvodit jako rovnice<sup>33</sup>:

$$\frac{(Z_u - I_v)(1 - T) - D_p}{A_v} = \frac{(Z_u - I_d)(1 - T) - D_p}{A_d}$$

Kde:

$Z_u$  = zisk před úroky a zdaněním,

$I_v$  = úrok v Kč při financování vlastním kapitálem = 0,

$I_d$  = úrok v Kč při financování dluhem,

$T$  = daňový koeficient (daňová sazba / 100),

$D_p$  = dividendy z prioritních akcií,

$A_v$  = počet emitovaných akcií při financování vlastním kapitálem,

$A_d$  = počet emitovaných akcií při dluhovém financování.

Bod indiference kapitálové struktury je možné také vyjádřit tak, že vynásobíme úrokový koeficient s celkovým kapitálem společnosti.<sup>34</sup>

$$Z_u = i * \text{Celkový kapitál}$$

---

<sup>33</sup> VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, Ekopress, Praha, 2005, str. 306.

<sup>34</sup> HRDÝ, Milan. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: BILANCE, 2008.132s.

Zu – zisk před úroky a zdaněním  
i – úrok při financování dluhem  
K – celkový kapitál

V bodě indiference kapitálové struktury je financování cizím kapitálem rovněž prospěšné jako financování vlastním kapitálem.<sup>35</sup>

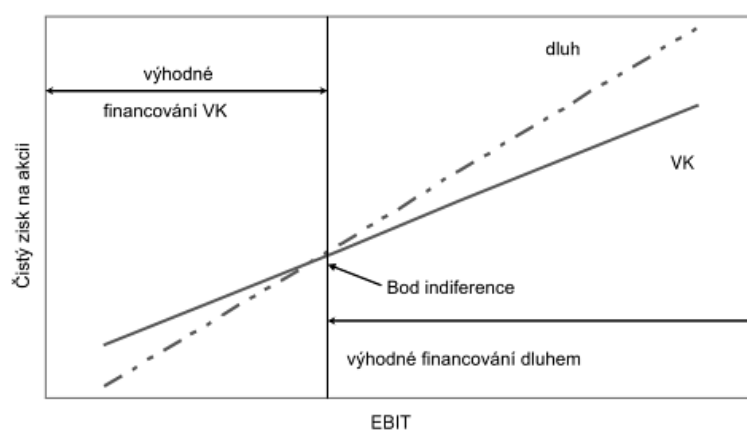
Bod indiference kapitálové struktury můžeme vyjádřit jako:

$$\frac{EBIT \times (1 - T)}{AVK} = \frac{(EBIT - \acute{u}) \times (1 - T)}{ACK}$$

Přičemž:

EBIT - zisk před úroky a zdaněním  
ú – úrok v absolutním vyjádření při financování cizím kapitálem  
T – daňová sazba  
Avk – akciový kapitál při financování vlastním kapitálem  
Ack – akciový kapitál při financování cizím kapitálem

Graf č. 6 Bod indiference kapitálové struktury



<sup>35</sup> PAVELKOVÁ V. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady - 2., rozšířené vydání*, Grada Publishing a.s. 2013, ISBN 978-80-247-7679-8.

Bod indiference se vztahuje k teorii finanční páky. Přičemž tato teorie odkazuje, na cizí kapitál, který zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu, v případě že úroky z cizího kapitálu nejsou vyšší než rentabilita celkového kapitálu. V případě začlenění cizího kapitálu je rentabilita vlastního kapitálu vyšší, a to tehdy pokud je zisk podniku vyšší než zisk stanoven bodem indiference. Jestliže je však zisk podniku menší než zisk stanovený bodem indiference, potom cizí kapitál omezuje výnosnost vlastního kapitálu.<sup>36</sup>

### 3.8. Obecná pravidla financování podniku

Obecná pravidla financování vycházejí z určité kapitálové struktury a tím se stanovují základní zásady pro financování podniku. Tyto pravidla se zabývají vnitřní skladbou. Preferují vždy větší výnos oproti menšímu výnosu, ale naopak preferují menší rizika před většími riziky. Za velké riziko požadujeme více peněžních prostředků. Preferujeme peněžní prostředky obdržené dříve před tou samou částkou peněžních prostředků obdrženou déle.<sup>37</sup>

#### 3.8.1 Horizontální pravidla financování kapitálové struktury

**Zlaté pravidlo financování** - Říká, že by dlouhodobé investice neměli být financováni z krátkodobých zdrojů.

$$\text{Zlaté pravidlo financování} = \frac{\text{Stálá aktiva}}{\text{Vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}$$

---

<sup>36</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2 dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007.

<sup>37</sup> BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.

**Zlaté pravidlo 1:1** - Veškeré finanční prostředky ať už v pokladně, na bankovních účtech či stav

dlužnických pohledávek a smének celkově nesmí přesáhnout splatné krátkodobé cizí zdroje.

**Pravidlo 2:1** - Oběžný majetek by měl převyšovat krátkodobé zdroje více jak dvakrát.

**Zlaté pravidlo pari** – Financování dlouhodobého majetku společnosti by mělo být výhradně z vlastního kapitálu.

$$\text{Zlaté pari pravidlo} = \frac{\text{Stálá aktiva}}{\text{Vlastní zdroje}}$$

**Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika** – Vlastní kapitál by měl převyšovat cizí kapitál. Velikost cizího kapitálu ku vlastnímu nesmí převýšit poměr jednu ku jedné. Při využívání tohoto pravidla je potřeba zaměřit se na charakter podniku a jeho kapitálovou náročnost.

$$\text{Zlaté pravidlo vyrovnaní} = \frac{\text{Vlastní zdroje}}{\text{Cizí zdroje}}$$

### 3.8.2 Vertikální pravidla financování kapitálové struktury

Toto pravidlo představuje financování, jen nemá žádný vztah k majetku, týká se pouze skladby kapitálu. Poměr vlastního a cizího kapitálu by měl být jedna ku jedné. Vztah vlastního a cizího kapitálu představuje v rámci bilanční analýzy stupeň zadluženosti.

$$\text{Stupeň zadluženosti} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Vlastní kapitál}} \times 100$$

Pokud se jedná o pravidlo jednu ku jedné, není v praxi využíváno a podíl cizího



kapitálu je podstatně vyšší nežli podíl vlastního kapitálu.

Pro účely této diplomové práce nebude výše uvedená kapitola využita.

### **3.9 Finanční analýza a specifikace nástrojů použitelných pro optimalizaci kapitálové struktury**

Finanční analýza je důležitá pro posouzení finanční situace podniku. Také se používá při rozhodování o různých investicích a ostatních možnostech financování podniku. Výsledky finanční analýzy se využívají pro potřeby managementu, ale i pro hlášení vlastníkům, věřitelům či jiným zájemcům.<sup>38</sup>

V této práci vyzdvihnu ukazatele finanční analýzy adekvátní k analýze společnosti Třinecké železárny, pominu tedy ukazatele, kteří se zaobírají akcemi a využívající akcie. V diplomové práci jsem použila analýzu poměrových ukazatelů, které monitorují hodnoty v čase, ale také strukturu rozvahy.

#### **3.9.1 Analýza poměrových ukazatelů**

Podle Sedláčka jsou tyto poměrový ukazatelé nejpoužívanějšími a nejoblíbenějšími metodami finanční analýzy, protože umožňují velmi rychle propočítat současný stav podniku po finanční stránce.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> KISLINGEROVÁ, E., a kol.: *Manažerské finance*. 3. vyd. Prah: C.H. Beck, 2010. 714 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

<sup>39</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

**Ukazatelé rentability** – posuzují ziskovost společnosti.

**Ukazatel ROE** ukazuje efektivní zhodnocení prostředků, které se do firmy vložili. Očekává se budoucí vyšší výnos.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{Čistý zisk/ztráta}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

**Ukazatel ROA** poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání. Nezáleží na tom, z jakých zdrojů jsou tyto aktiva financována. Nachází-li se v čitateli EBIT, poté ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv podniku před odpočtem daní a nákladových úroků. Je užitečný při porovnávání podniků s rozličnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích.

$$\text{Rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{\text{Čistý zisk/ztráta}}{\text{Celková aktiva}}$$

**Ukazatel rentability tržeb (ROS)** vypovídá o zisku vztaženém k tržbám. Tržby, které se nacházejí ve jmenovateli, představují zhodnocení firmy za určité časové období. Poměrují výkonnost podniku, tzn. kolik množství výrobků a služeb se vyprodukuje.

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{Čistý zisk/ztráta}}{\text{Celkové tržby}}$$

**Ukazatel ROC** vyjadřuje, kolik nákladů je v podniku je třeba vynaložit, abychom

získali 1 Kč zisku.

$$\text{Rentabilita nákladů (ROC)} = \frac{\text{Čistý zisk/ztráta}}{\text{Celkové náklady}}$$

**Ukazatelé zadluženosti** - posuzují dluhovou zátěž podniku. Úvěrové zatížení je žádoucí, ale nesmí být podnik zatěžován vysokými finančními náklady.<sup>40</sup>

**Úrokové krytí** je poměrový ukazatel vyjadřuje, jak často jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření firmy za dané účetní období. Čím vyšší je tento ukazatel, tím vyšší je úroveň finanční situace v podniku.<sup>41</sup>

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{Zisk před zdaněním}}{\text{Nákladové úroky}}$$

**Míra zadluženosti vlastního kapitálu** vyjadřuje, z kolika procent se vlastní kapitál podílí na cizích zdrojích.

$$\text{Míra zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

**Celková míra zadluženosti** ukazuje finanční důvěryhodnost firmy. Vyjadřuje velikost krytí firemního majetku cizími zdroji. Čím jsou hodnoty vyšší, tím jsou rizikem pro věřitele a

---

<sup>40</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

<sup>41</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

především pro banku.

$$\text{Míra celkové zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}}$$

**Ukazatelé aktivity** – posuzují schopnost podniku „otáčet peníze“. Zaměřuje se jak na obrat (jak často hýbou zásoby za rok), tak na dobu obratu (jak dlouho se udrží peníze v podobě zásob). Nejvyšší by měl být obrat a nejnižší doba obratu.<sup>42</sup>

**Obrat aktiv** se také označuje jako produktivita vloženého kapitálu. Poměruje efektivnost užití všech aktiv v podniku. Odhaluje, jak se oceňují aktiva ve výrobní činnosti podniku z hlediska zdroje jejich krytí.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

**Obrat zásob** vyjadřuje, jak často je během roku každá položka zásob proměněna v hotovost a znovu uskladněna.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Zásoby}}$$

**Obrat pohledávek** vyjadřuje počet obrátek, tedy přeměnu pohledávek na hotovost.

---

<sup>42</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažer: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{\text{Celkové tržby}}{\text{Pohledávky}}$$

**Doba obratu závazků** určuje dobu, které uplyne mezi nákupem zásob a jejich platbou.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Denní tržby}}$$

**Doba obratu zásob** vyjadřuje, za jakou dobu firma průměrně prodá své zásoby.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Denní tržby}}$$

**Doba obratu pohledávek** - vyjadřuje, jak dlouhou dobu jsou v těchto pohledávkách vázány finance firmy.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky}}{\text{Denní tržby}}$$

**Ukazatelé likvidity** – hodnotí platební schopnost podniku. Dochází k porovnání mezi závazky a disponibilními prostředky.

**Běžná likvidita** vyjadřuje, kolikrát je firma schopna uspokojit své věřitele, kdyby v určitém okamžiku přeměnila tato oběžná aktiva na hotovost.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Likvidní aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

**Okamžitá likvidita** vyjadřuje okamžitou schopnost firmy platit své krátkodobé závazky

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

**Krátkodobá likvidita** vyjadřuje způsobilost plnit závazky včas a v plné výši.<sup>43</sup>

$$\text{Krátkodobá likvidita} = \frac{\text{Likvidní aktiva} + \text{krátkodobé pohledávky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

---

<sup>43</sup> SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

## 4 ANALYTICKÁ ČÁST

### 4.1 Profil společnosti

#### 4.1.1 Obecná charakteristika

Třinecké železárny, a. s. se věnují hutní výrobě na úrovni zajištění výrobních vstupů pro průmyslové odvětví zpracování kovů. Realizace činnosti je provázána s prostředím Těšínského Slezska, ve kterém vzniklo v roce 1839 Třinecké hnutí z popudu Karla Habsburského. Do dnešního dne se společnost vypracovala jako největší tuzemská hutní výroba a zpracování kovu s dominantním vlivem na oblast průmyslu.

Silné zázemí postavení však nevystupuje jako automatický předpoklad na implementaci odpovídající kapitálové výstavby, která je determinována vnitřními i vnějšími podmínkami subjektu. Identifikaci zkoumaného podniku je možné vymezit jako:

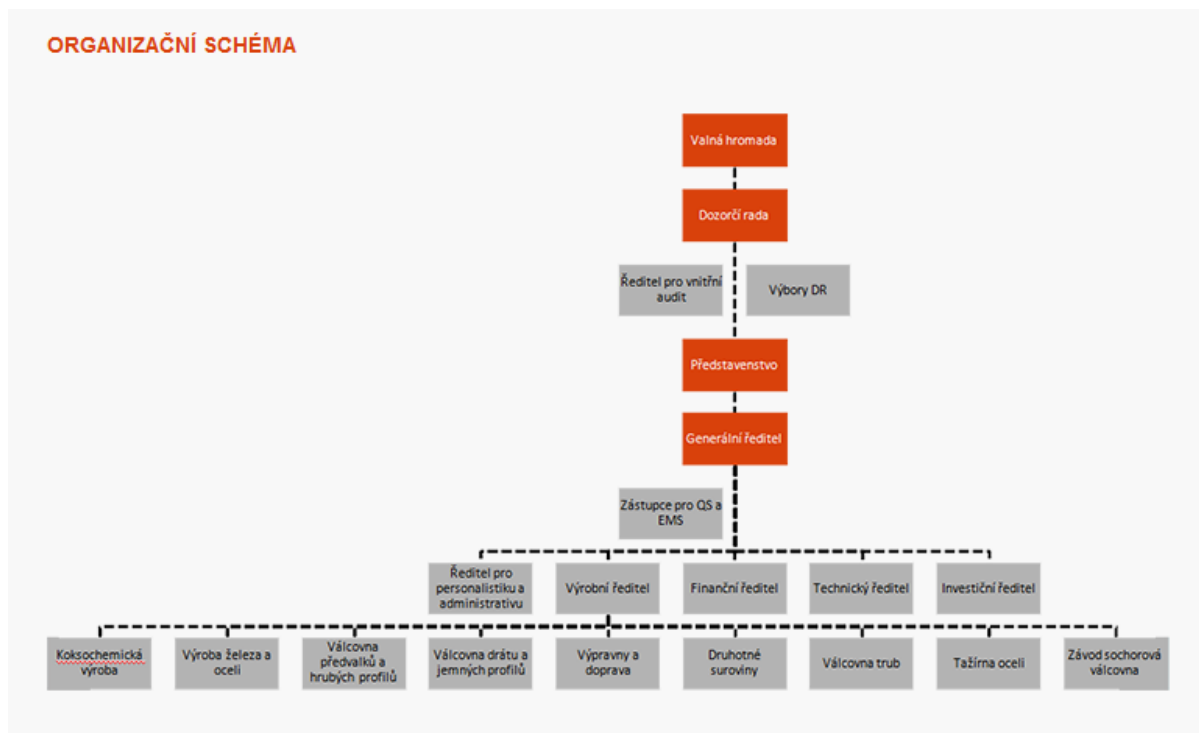
Název subjektu:	TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY, a. s.
Právní forma:	akciová společnost
Předmět podnikání:	výroba, obchod a služby
IČO:	18050646
DIČ:	CZ699002812, plátce DPH
Základní kapitál:	8,1 miliard Kč
Datum zápisu:	21. března 1991
Spisová značka:	B 146 vedená u Krajského soudu v Ostravě
Sídlo:	Průmyslová 1000, Staré Město, 739 61 Třinec.

Roční objem výroby dosahuje produkce 2,5 milionu tun oceli. Tímto objemem společnost vytváří polovinu ocelové produkce v podmínkách České republiky. Ocel však netvoří jediný výstup, kdy jako další produkty vystupují granulovaná stružka, koks a kamenivo. Nejedná se pouze o poskytování výstupu v podobě hrubého materiálu. Podnik svou činnost rozprostírá skrze celý výrobní řetězec průmyslového zpracování, kdy produkuje i finální produkty z oceli a jiných kovů, čímž dochází k rozprostření aktivit do sféry komplexního zpracování všech

možných výstupů kovodělného opracování dle specifických požadavků zákazníka ve vyhovění všem potřebám.

#### 4.1.2 Organizační struktura společnosti

Organizační struktura Třineckých železáren vychází ze základních principů řízení, jimiž je liniová organizační struktura, procesní a projektové vedení. Žádný z principů není prosazován samostatně, řízení je založeno na jejich promyšleném spojování. Zpětná vazba je nezbytná k vymezení a kontrole naplnění dosažených cílů a tím dochází k nastavení systémových ukazatelů pro řízení výkonnosti a stálých reportingů.



Zdroj: výroční zpráva 2012

Průměrný počet zaměstnanců v této společnosti ke konci roku 2012 činil 689, přičemž 5 členů spadalo do řídicích orgánů. V porovnání s rokem 2013, došlo k úbytku 14 zaměstnanců, co se týče členů řídicích orgánů, stav zůstal neměnný.



Tabulka č. 1 Struktura vzdělanosti zaměstnanců

Vysokoškolské vzdělání	6,6 %
Úplné střední odborné vzdělání s maturitou	19 %
Úplné střední vzdělání	2,1 %
Střední odborná škola	2,9 %
Odborné učiliště	57,3 %
Základní vzdělání	12,1 %

Zdroj: Třinecké železářny

Třinecké železářny, a.s. navazují spolupráci s VŠB–TU Ostrava , VÚT Brno a Svazem sléváren České republiky. Navázání spolupráce se týká jak jejich zaměstnanců na uvedených školách, tak řešení technických a technologických problémů spojených s výrobou nových druhů odlitků a také při zavádění nových druhů technologií do výroby. Třinecké železářny také poskytují odbornou praxi na provozech a úsecích studentům středních a vysokých škol, nabízejí poskytnutí informací v rámci jejich bakalářských a diplomových prací.

#### 4.1.3 Analýza odvětví

Těžký průmysl sám o sobě reprezentuje zajištění 40 % všech pracovních míst ekonomicky aktivních obyvatel s podílem 35 % na tuzemském hospodářství. Rozměr odpovídajícího podílu vlastního a cizího kapitálu vystupuje jako stěžejní otázka předmětné problematiky, na kterou však dosud neexistuje jednoznačná odpověď. Prakticky nelze vyslovit závěr o vztahu mezi charakterem odvětví a mírou zadluženosti podniku. Analýza odvětví však i přes tyto faktory může přinést cenné informace o využití cizího kapitálu. Tato hodnota pak může sloužit jako vhodný předpoklad pro funkci ilustračního modelu pro konstrukci modelu optimalizace kapitálové struktury.

Jako východisko slouží data z databáze Amadeus se svědectvím o poměru využití vlastních a cizích zdrojů, jakožto i rentability pro umožnění validní komparace stavu analyzované společnosti s kontextem stavu odvětví.

Každé odvětví se vyznačuje určitou strukturou kapitálu dle vzájemné podobnosti angažovaných podniků. Prvotní zájem tak směřuje k zajištění informace o upřednostnění financování pomocí vlastního nebo cizího kapitálu. Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE spadá předmětný podnik do více kategorií působení. Jako dominantní je však možné vymezit zpracování kovů ve smyslu hrubé suroviny i konkrétního výstupu, čímž společnost odpovídá zařazení do NACE-28, kdy se jedná o tvorbu kovodělných výrobků se směřováním do sektoru výroby strojů a zařízení.

*Tabulka č.2.: 28 Struktura odvětví CZ-NACE za rok 2012*

<b>VK/K průměr</b>	<b>VK/K medián</b>	<b>CK/K průměr</b>	<b>CK/K medián</b>
59,36	62,64	40,64	37,36
<b>ROA průměr</b>	<b>ROA medián</b>	<b>ROE průměr</b>	<b>ROE medián</b>
8,59	6,07	16,16	11,37

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě AMADEUS, (2014)

## **4.2 Analýza kapitálové struktury**

Kapitálová struktura podniku by měla vykazovat optimální poměr vlastního a cizího kapitálu, tj. takový poměr, kdy náklady na celkový kapitál by měly být minimální. V rámci této kapitoly bude provedena indiferentní analýza, kdy bude sestaven návrh optimální kapitálové struktury za roky 2009 – 2012.

### 4.2.1 Indiferentní analýza

Tato část práce zjišťuje, od jakého bodu zisku je financování cizím kapitálem pro podnik výhodnější nežli financování vlastním kapitálem. Vybraný podnik však již téměř od svého vzniku hospodaří i s cizím kapitálem.

V tomto pojetí je možné získat bod indiference na základě vynásobení celkového kapitálu podniku úrokovým koeficientem, který vyjadřuje nákladovost opatření cizího kapitálu. Tento koeficient bude identifikován v rámci této práce v kapitole stanovení nákladů na cizí kapitál pro rok 2012 v podobě:

$$r_d = 2,0547 * (1 - 0,19) = 1,6643$$

Vzorec pro zjištění bodu indiference kapitálové struktury byl uveden v literární rešerši.

Budu postupovat podle jednoduššího vzorce:

Je tak možné s využitím tohoto výpočtu přistoupit k dosažení do vzorce pro vykonání indiferentní analýzy:

$$Z_u = i * \text{Celkový kapitál} = 0,016643 * 26967170 = 448.815$$

Dle identifikovaného zjištění je tak pro Třinecké železářny, a. s. výhodné přistoupit na dluhové financování po dosažení objemu 448.815 tis. Kč zisku před úroky a zdaněním, kdy právě tato hranice zisku představuje bod indiference kapitálové struktury na základě provedené indiferentní analýzy. Ve vazbě na současnou kapitálovou strukturu analyzovaného podniku je evidentní splnění podmínky EBIT vyššího než 448.815 tis. Kč za poslední dva roky výzkumného období 2011 a 2012, přičemž využití cizích zdrojů při financování se navyšuje téměř konstantním tempem až do roku 2012, kdy dochází k meziročnímu navýšení vlastního kapitálu z hlediska poměru ve struktuře financování.

Tabulka. č. 3.: Indiferentní analýza ve vztahu k současné kapitálové struktuře

	2009	2010	2011	2012
EBIT	- 953 678	- 908 592	1 685 794	1 003 293
Vlastní kapitál	18 482 880	18 110 848	19 36 466	20 154 924
Cizí zdroje	4 546 026	7 339 241	7 548 383	6 803 204
Sazba daně	0,20	0,19	0,20	0,19
Celkový kapitál	23 028 906	25 450 089	26 909 849	26 958 128 849
Úrok	-4,14%	3,57%	6,26%	3,72%

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Je však nutné upozornit na specifickou výpovědní hodnotu indiferentní analýzy, která se vztahuje k určení výše zisku, kdy je dluhové financování stejně výhodné jako užití vlastního kapitálu. Přitom tento vztah se vztahuje výhradně k tomuto jedinému bodu, od kterého je vždy zapotřebí zvážit všechny relevantní faktory, a to zejména v podobě proměnlivých nákladů na pořízení vlastních a cizích zdrojů v návaznosti na rozličnou úroveň zadlužení.

### 4.3 Stanovení nákladů kapitálu

Každý kapitál něco stojí a tím vznikají náklady. Požadovaný výnos podniku je pro vlastníky nákladem vlastního kapitálu. Náklad cizího kapitálu představuje úrok. Vlastní kapitál bývá zpravidla nákladnější než cizí. Průměrné náklady firmy je možné vyjádřit pomocí modelu WACC. Průměrné variabilní náklady bývají označovány jako podniková diskontní míra.

#### 4.3.1 Náklady vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují velmi náročnou disciplínu, která bývá mnohdy přehlížena pod falešným dojmem praktické „beznákladovosti“ vlastního kapitálu, jenž firma

jednoduše vlastní. Jako každý jiný kapitál je však spojen s nároky věřitelů, kteří očekávají oprávněné zhodnocení své investice.

Cenu kapitálu si mohou vlastníci podniku určit pomocí stanoveného vnitřního předpisu, který určuje minimální (neměnný výnos), který je žádán. Dochází tak k naplnění znaleckého odhadu, který určí přesnou výši této částky. Tento vztah je pochopitelně spojen s důležitou mírou začlenění vlastních dovedností, jenž jsou protkány jako rozhodným atributem do struktury výsledného propočtu.

### **Dow Jones Industrial Average (DJIA)**

Jedná se o nejznámější ukazatel vývoje na americkém akciovém trhu. Jeho obliba je dána hlavně obdobím, jímž je počítán. Tento index je jeden z nejstarších světových ukazatelů. Z hlediska technické stránky se tento cenový průměr nemůže rovnat tržním indexům.

**Dow Jones Industrial Average (DJIA)** je zkomponován z akcií 30 amerických podniků, přičemž jsou největší a nejvíce obchodované.

Nejoblíbenější index v tomto ohledu tvoří DJIA (Index Dow Jones Industrial Average), který byl vytvořen již 26. května 1896. Hlavní výhodou je skutečnost minimálních změn, která zajišťuje shodnost v čase. Celosvětový rozměr indexu vhodně objasňuje propojenost a vysoký stupeň globalizovanosti trhů, jenž má investor možnost uložit svůj jmění do nejvýše zhodnocujících oblastí.

Graf č 8: Vývoj indexu DJIA



Zdroj: Autor na základě DJIA, (2014)

Tržní úrokovou míru je tak možné vymežit jako průměr analyzovaného posledního roku výzkumu 2012, a to v hodnotě 12,38. Koeficient vyjádření systematického rizika představuje ohodnocení rizika obchodního a finančního dle vzorce:

$$b(\text{beta}) = 1 + \text{obchodní riziko} + \text{finanční riziko}$$

Pro obchodní riziko slouží expertní odhad vedený na škále v intervalu (- 0,5 ; 0,5 ), kdy záporná hodnota značí minimální riziko, kladná hodnota pak maximální. U finančního rizika se uplatňuje přednastavený odborný odhad v návaznosti na zadlužení podniku podle stupnice:

Tabulka č. 4. Odhad finančního rizika

Zadlužení	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %	120 %	140 %
Riziko	- 0,2	- 0,1	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5

Zdroj: Autor na základě MAŘÍK, M., (1998)

Dle dostupných údajů je tak možné přistoupit k samotnému vyjádření koeficientu beta v podobě:

$$\mathbf{b(beta)} = 1 + 0,1 + \left(\frac{-0,1}{20} * 25,2277\right)$$

$$\mathbf{b(beta)} = 0,9739$$

Koeficient byl vypočítán na základě uvedeného odhadu dle Maříka, kdy byl daný rozsah upraven k identifikované struktuře zadlužení ve výši 25,2277 za rok 2012. Expertní odhad obchodního rizika hovoří o spíše jistotě pevného zázemí, kdy se nebezpečí nachází pouze v riziku poklesu poptávky (stav analogický dopadům globální finanční krize) a vyjádřením rizika 0,1. Za dlouhodobou úrokovou míru státních dluhopisů pak bude dosažena hodnota 0,038.

$$\mathbf{r_e} = 0,038 + 0,9739 * (0,1238 - 0,038)$$

$$\mathbf{r_e} = 0,12156$$

#### **4.3.2 Stanovení nákladů cizího kapitálu**

Náklady cizího kapitálu jsou produkovány úrokovými náklady, které představují cenu nabytí cizího kapitálu a musí být splaceny věřitelům. Úroková míra se tak zobrazuje jako základní hledisko pozornosti výzkumu. Úroková míra vypovídá o výši rizika nesplacené půjčené částky ze strany klienta, přičemž je míra vysoce variabilní hodnota ve vazbě na současném stavu společnosti a předpovědi jeho budoucího vývoje.

Náklady cizího kapitálu velmi úzce souvisí se zastoupením cizích zdrojů v rámci struktury financování. Co se týče jejího vývoje, lze konstatovat že:

U pasiv došlo meziročně k růstu podílu vlastních zdrojů na celkových zdrojích podniku o 2,8 % na 74,7%.

Co se týče pasiv, meziročně nastalo snížení cizích zdrojů na celkových pasivech podniku o 6%, tedy snížení z 64% na 58% a to ke dni 31.12.2012.

Cizí zdroje byly sníženy na základě klesajících krátkodobých závazků z obchodních vztahů a krátkodobých záloh.

*Tabulka č. 5.: Náklady na cizí kapitál dle nákladových úroků za období 2009 -2012*

	2009	2010	2011	2012
<b>Nákladové úroky</b>	35 668	45 373	69 988	48 944
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	582 707	2 712 686	2 304 095	2 456 747
<b>r<sub>d</sub></b>	6,12	1,67	3,03	1,99

Zdroj: Autor na základě Výročních zpráv Třineckých železáren, a. s.

Uvedené výpočty vycházejí z podílu úrokových nákladů za daná období, avšak před odpočtem daně. Jedná se o legitimní výpočet, který poskytuje dostatečný obraz o nákladovosti cizího kapitálu.

Jako alternativní přístup však bývá považováno přesnější vymezení dle příslušné úrokové sazby, která vychází vždy z konkrétního užití podnikem. V případě analyzované společnosti se jedná o využití úrokových sazeb 3M PRIBOR, 6M EURIBOR a sazeb fixních.

*Tabulka č. 6.: Výpočet úrokové sazby pro rok 2012*

Typ úvěru	Zůstatek	Úroková sazba	Přepočet	Úroková sazba
Investiční	167 573	3M PRIBOR + 0,99	0,41 + 0,99	1,4
Investiční	900 000	3M PRIBOR + 1,5	0,41 + 1,5	1,91
Investiční	65 030	6M EURIBOR + 0,6	0,5 + 0,6	1,1
Investiční	11 112	Fixní 4,65	4,65	4,65
Investiční	5 000	3M PRIBOR + 0,79	0,41 + 0,79	1,2
Investiční	684 200	Fixní 2,46	2,46	2,46
	<b>1 832 915</b>	-	-	<b>12,72</b>

Zdroj: Autor na základě Výročních zpráv Třineckých železáren, a. s. a ČNB



Zůstatky jsou důležité pro svou výpovědní hodnotu o podílu jednotlivé procentní sazby na celkovém vyjádření nákladů za cizí kapitál. V tomto ohledu byly využity údaje České národní banky o vývoji sazeb PRIBOR a EURIBOR v daných intencích rozlišení. Přepočten pak vyjadřuje časovou hodnotu úrokové sazby. Za rok 2012 se tak jednalo o užití přepočtu úrokových sazeb dle uvedeného zdroje České národní banky:

- 3M PRIBOR = 0,41.
- 6M EURIBOR = 0,50.

*Tabulka č. 7.: Konstrukce výpočtu úrokových nákladů za rok 2012*

Úroková sazba	Procentní podíl zůstatku	Váha nákladů
<b>1,4</b>	9,14	12,79
<b>1,91</b>	49,1	93,78
<b>1,1</b>	3,55	3,90
<b>4,65</b>	0,61	2,83
<b>1,2</b>	0,27	0,32
<b>2,46</b>	37,33	91,83
<b>12,72</b>	<b>100,00</b>	<b>2,05</b>

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$r_d = 1,4 * 9,14 + 1,91 * 49,1 + 1,1 * 3,55 + 4,65 * 0,61 + 1,2 * 0,27 + 2,46 * 37,33 / 100$$

$$r_d = 2,0547$$

Pro co nejpřesnější postihnutí úrokových nákladů za cizí kapitál tak bylo využito průměrných nákladů s rozlišením váhy jednotlivých položek poskytnutých bankovních úvěrů dle celkové hodnoty zůstatku.

Dle uvedeného vzorce je tak možné vyjádřit náklady na cizí kapitál ve výsledné hodnotě

2,0547, které odpovídají zpřesnění již vyjádřené odhadované míry 1,9922 s odchylkou pouze 0,0625, tedy 3,04 %. Výsledek však ještě nepředstavuje náklady na cizí kapitál čisté, kdy je třeba „očistit“ výsledek o vliv daňového štítu ve výši tuzemské daňové sazby v současné hodnotě 19 %.

$$r_d = 2,0547 * (1 - 0,19) = 1,6643$$

Na základě uvedené konstrukce výpočtů je tak možné vyslovit celkovou hodnotu nákladů cizího kapitálu analyzované společnosti ve výši 1,6643 %.

### 4.3.3 Stanovení průměrných nákladů kapitálu

U cizích zdrojů a vlastního kapitálu často přichází potřeba dosadit do vzorce částku podléhající tržnímu ohodnocení těchto zdrojů. Účetní hodnota však garantuje výsledek relevantní z motivu reflexe tržní hodnoty právě v závěru účetního období.

Rovněž se u autorů vyskytuje názorový rozpor, zda aplikovat veškeré cizí zdroje nebo pouze cizí zdroje úročené. V této práci bude vyhověno oběma přístupům, kdy pro potřeby vyjádření WACC z aktuálních dat bude využito úročených cizích zdrojů a pro vygenerování U-křivky bude přistoupeno k modelování různých stavů zadlužení při použití cizích zdrojů veškerých.

$$\text{WACC} = 0,016643 * (1 - 0,19) * \frac{2456747}{26967170} + 0,12156 * \frac{20154924}{26967170}$$

$$\text{WACC} = 0,092080 = 9,208 \%$$

Vážené průměrné náklady na kapitál v roce 2012 tvoří hodnotu 9,208 %, přičemž lze vyslovit automatický požadavek jakéhokoliv podnikatelského subjektu na minimalizaci výsledné hodnoty, která se přímo podílí na celkové profilaci nákladů a výnosů v determinaci finanční výkonnosti a schopnosti dosahovat zisku.

#### 4.3.4 Vygenerování U křivky

Nabízí se nezbytná otázka, proč se vlastně generuje U-křivka? U-křivka se generuje pro identifikaci takového stavu kapitálové struktury, který přináší nejnižší nákladovost.

Pro vygenerování U-křivky musí být využita tzv. klasická teorie kapitálové struktury, pro kterou platí dosažení takové skladby dlouhodobého kapitálu, jehož průměrné náklady jsou minimální.

Optimální kapitálová struktura je tak sloučena se stavem, kdy dochází k maximalizaci tržní hodnoty za nalezení nejnižších průměrných nákladů kapitálu. Jako výzkumné období pro generování U-křivky bylo využito aktuálního roku 2012, za který jsou k dispozici výkazy společnosti.

Ve zdrojových datech pro různé úrovně zadlužení tak byly náklady vlastního kapitálu vyčísleny na základě vztahu:

Tabulka č. 8.: Náklady vlastního kapitálu

	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
<b>b(beta)</b>	0,9	1	1,2	1,4	1,6	1,8
<b>Bezriziková míra výnosu</b>	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
<b>Tržní úroková míra</b>	0,1238	0,1238	0,1238	0,1238	0,1238	0,1238
<b>r<sub>e</sub></b>	<b>0,1152</b>	<b>0,1238</b>	<b>0,1409</b>	<b>0,1581</b>	<b>0,1752</b>	<b>0,1924</b>

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$\begin{aligned}r_e (20 \% \text{ zadlužení}) &= r_f + b(\text{beta}) * (r_m - r_f) \\r_e (20 \% \text{ zadlužení}) &= 0,038 + 1 * (0,1238 - 0,038) \\r_e (20 \% \text{ zadlužení}) &= \mathbf{12,38 \%}\end{aligned}$$

Tabulka č. 9.: Zdrojová data pro různé úrovně zadlužení

Ukazatel	Úroveň zadlužení					
	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %	100 %
Finanční riziko	- 0,2	- 0,1	0	0,1	0,2	0,3
Obchodní riziko	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
b(beta)	0,9	1	1,2	1,4	1,6	1,8
$r_d$	0,01	0,015	0,10	0,15	0,20	0,30
$r_e$	0,12	0,12	0,14	0,16	0,17	0,19
Cizí zdroje	0	5 393 434	10786 868	16180 302	21573 736	26967 170
Vlastní kapitál	26 967 170	21573 736	16180 302	10786 868	5 393 434	0
Celkový kapitál	26 967 170	26967 170	26967 170	26967 170	26967 170	26967 170
Sazba daně	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
WACC	11,52%	10,15%	11,69%	13,61%	16,46%	24,3%

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$\begin{aligned}
 WACC &= r_d * (1 - t) * \frac{Cizí\ zdroje}{Celkový\ kapitál} + r_e * \frac{Vlastní\ kapitál}{Celkový\ kapitál} \\
 WACC_{2012} &= 0,015 * (1 - 0,19) * \frac{5393434}{26967170} + 0,1238 * \frac{21573736}{26967170} \\
 WACC_{2012} &= 0,10147 = 10,147 \%
 \end{aligned}$$

Různé úrovně zadlužení byly vypočítány dle zavedení vztahu do kapitálové struktury podniku. 0 % zadlužení tak znamená využití financování pomocí celkového kapitálu, který se rovná vlastním zdrojům. Cizí zdroje jsou při tomto vyjádření nulové hodnoty. Opačný extrém představuje 100 % zadlužení, které by naopak značilo dominantní financování pomocí výhradně cizích zdrojů, které by pokryly celkový objem aktiv.

Jako fixní veličina tak vystupují aktiva (získaná z rozvahy společnosti), u kterých musí být pro vygenerování U-křivky vždy počítáno s příslušným procentním zastoupením jejich zdrojového čerpání. Pro vyjádření vlastního kapitálu, cizích zdrojů a celkového kapitálu pro jednotlivé úrovně zadlužení tak bylo využito vztahu:

$$\text{Zadlužení pro cizí zdroje (20 \%)} = 0,20 * \text{Celkový kapitál}$$

$$\text{Zadlužení pro cizí zdroje (20 \%)} = 0,20 * 26967170 = \mathbf{5\,393.434}$$

$$\text{Zadlužení pro vlastní kapitál (20 \%)} = 0,80 * \text{Celkový kapitál}$$

$$\text{Zadlužení pro vlastní kapitál (20 \%)} = 0,80 * 26967170 = \mathbf{21\,573.736}$$

Výsledky průměrných vážených nákladů kapitálu pro jednotlivá zadlužení představují konkrétní body U-křivky. Již z vymezeného rozlišení je možné identifikovat exponenciální nárůst nákladů po překonání zadlužení nad 40 %.

Od této hranice se ukazatel nachází v konstantně rostoucí fázi, která dle výpočtů nepodléhá zvratu do klesajícího tempa po celou dobu průběhu funkce. Při hypotetickém využití 100 % financování pomocí cizích zdrojů by tak společnost více než zdvojnásobila vážené průměrné náklady na kapitál oproti stavu blízkému 20 %.

Tabulka č. 10.: Hodnoty U-křivky pro zadlužení 0 – 20 %

	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
b(beta)	0,9	0,92	0,95	0,97	1
r <sub>d</sub>	0,01	0,011	0,012	0,013	0,015
r <sub>e</sub>	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12
Cizí zdroje	0	1 348 358	2 696 717	4 045 075	5 393 434
Vlastní kapitál	26 967 170	25 618 811	24 270 453	22 922 094	21 573 736
WACC	11,522%	11,1948%	10,857%	10,5077%	10,147%

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$\text{WACC (10 \%)} = 0,0125 * (1 - 0,19) * \frac{2696717}{26967170} + 0,11951 * \frac{24270453}{26967170}$$

$$\text{WACC (10 \%)} = 0,10857 = 10,857 \%$$

Ve vyšší míře rozlišení je tak vhodné přistoupit k členění intervalu pro identifikaci bodu nejnižšího zadlužení a vygenerování U křivky, přičemž zásadní moment tvoří určení minima pro získání optimálního bodu kapitálové struktury podniku dle klasického přístupu analýzy kapitálové struktury.

Tabulka č. 11.: Hodnoty U-křivky pro zadlužení 25 – 40 %

	25 %	30 %	35 %	40 %
b(beta)	1,05	1,1	1,15	1,2
r <sub>d</sub>	0,036	0,057	0,078	0,10
r <sub>e</sub>	0,12	0,13	0,13	0,14
Cizí zdroje	6 741 792	8 090 151	9 438 509	10 786 868
Vlastní kapitál	20 225 377	18 877 019	17 528 660	16 180 302
WACC	10,34	10,66	11,12	11,69

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$\text{WACC (40 \%)} = 0,010 * (1 - 0,19) * \frac{10786868}{26967170} + 0,14096 * \frac{16180302}{26967170}$$

$$\text{WACC (40 \%)} = 0,116976 = 11,6976 \%$$

Dle získaných výsledků je možné vygenerovat U křivku pro zadlužení do úrovně 40 %, aby byla zachována vysoká výpovědní hodnota, přičemž jakékoliv varianty nad 40 % představují již identifikované nepožadované navýšení celkových nákladů. Minimum U křivky a tím i optimální kapitálová struktura podniku se nachází ve 20 % zadlužení, kdy dochází k minimalizaci nákladů na kapitál.

#### **4.4 Finanční analýza**

Finanční analýza bývá v běžné praxi uplatňována jako téměř univerzální nástroj, který může být aplikován na jakoukoliv situaci. Toto východisko vychází z nezbytné podstaty konstrukce jednotlivých dílčích atributů v závislosti na výpovědní hodnotě, kterou má finanční analýza přinést. Pokud chce někdo získat účinný benchmarking, pak jistě sáhne po ukazatelích rentability. Pokud je hlavním zájmem vyjádřit schopnost zachovat určitou míru solventnosti při různých stavech nároků zainteresovaných subjektů, pak zcela určitě nebude mylné vyčíslit ukazatele likvidity.

Pro analýzu kapitálové struktury se nejvíce hodí ukazatelé rentability pro určení kontextu využití dostupného kapitálu (a aktiv) pro generování zisku a ukazatelé zadluženosti pro poznání hlubšího kontextu financování a charakteru vzájemného poměru vlastních a cizích zdrojů

#### 4.1.1 Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability primárně sledují schopnost být efektivní na bázi využití finančních prostředků směřovaných pro tvorbu konečného produktu nebo služby. Výsledek definuje do jaké míry se zdroje podílejí na zisku.

Ukazatelé rentability vypovídají o relativně nízké úrovni zhodnocení vložených zdrojů, kdy se však podniku podařilo zvrátit negativní vývoj z let hospodářské krize, při které dopady znamenaly záporné vyjádření všech tří ukazatelů. Na vině stojí záporný zisk společnosti před zdaněním i po zdanění. Celková aktiva i vlastní kapitál se navyšují v mírném meziročním tempu, kdy je tato změna vzájemná.

Tabulka č. 12.: Ukazatelé rentability za období 2009 -2012

	2009	2010	2011	2012
EBIT	- 953 678	- 908 592	1 685 794	1 003 293
EAT	- 731 536	- 632 117	1 377 411	793 459
Celková aktiva	23 036 799	25 457 745	26 913 689	26 967 170
Vlastní kapitál	18 482 880	18 110 848	19 361 466	20 154 924
Tržby	24 312 719	32 454 188	39 828 106	37 537 031
ROA	- 4,14%	- 3,57%	6,26 %	3,72%
ROE	- 3,96%	- 3,49%	7,11 %	3,94%
ROS	- 3,01%	- 1,95%	3,46 %	2,11%

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

$$ROA_{2012} = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}} = \frac{1003293}{26967170} = 3,72 \%$$

$$ROE_{2012} = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{793459}{20154924} = 3,94 \%$$

$$ROS_{2012} = \frac{EAT}{\text{Tržby}} = \frac{793459}{37537031} = 2,11 \%$$

Ukazatelé rentability vypovídají o relativně nízké úrovni zhodnocení vložených zdrojů, kdy se



však podniku podařilo zvrátit negativní vývoj z let hospodářské krize, při které dopady znamenaly záporné vyjádření všech tří ukazatelů. Na vině stojí záporný zisk společnosti před zdaněním i po zdanění. Celková aktiva i vlastní kapitál se navyšují v mírném meziročním tempu, kdy je tato změna vzájemná.

#### 4.1.2 Ukazatel zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti nás informují o úvěrovém zatížení podniku. Úvěrové zatížení je do jisté míry potřebné, nicméně nesmí firmu příliš zatěžovat vysokými finančními náklady. O zadluženosti nehovoříme pouze jako o negativním profilu firmy, protože její růst může vést k celkové rentabilitě a tím dojde ke zvýšení tržní hodnoty podniku. Na druhou stranu zvyšuje riziko finanční nestability.

Stejně jako u ukazatelů rentability lze rozlišit tři dílčí nástroje v podobě celkové zadluženosti, míry zadluženosti a koeficientu samofinancování. Celková zadluženost identifikuje krytí finančního majetku prostřednictvím cizích zdrojů. Míra zadluženosti odvozuje intenzitu zadlužení v podílu cizích zdrojů oproti vlastnímu kapitálu. Koeficient samofinancování určuje finanční nezávislost v dimenzi aktuálního stavu dosažené samostatnosti financování.

Tabulka č. 13.: Ukazatelé zadluženosti za období 2009 -2012

	2009	2010	2011	2012
<b>Cizí zdroje</b>	4 546 026	7 339 41	7 548 383	6 803 204
<b>Vlastní kapitál</b>	1 482 880	18 110 848	19 361.466	20 154 924
<b>Celková aktiva</b>	23 036799	25 457 745	26 913 689	26 967 170
<b>Celková zadluženost</b>	<b>19,73</b>	<b>28,83</b>	<b>28,05</b>	<b>25,23</b>
<b>Míra zadluženosti</b>	<b>24,60</b>	<b>40,52</b>	<b>38,99</b>	<b>33,75</b>
<b>Samofinancování</b>	<b>80,23</b>	<b>71,14</b>	<b>71,94</b>	<b>74,74</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

$$\text{Celková zadluženost}_{2012} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{6803204}{26967170} = 25,23 \%$$

$$\text{Míra zadluženosti}_{2012} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{6803204}{20154924} = 33,75 \%$$

$$\text{Koeficient samofinancování}_{2012} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{20154924}{26967170} = 74,74 \%$$

Celková zadluženost nejprve zásadně narostla za období 2009 a 2010, a to téměř o třetinu hodnoty v důsledku navýšení cizích zdrojů pro stimulaci finančních aktivit. Od roku 2011 se však realizuje stabilizační opatření, které mírným tempem snižuje podíl cizích zdrojů na financování podniku.

Míra zadluženosti kolísá v analogickém vyjádření jako zadluženost celková. Koeficient samofinancování se vyznačuje pozvolným poklesem k výsledné hodnotě 74,74 %, která značí vysokou schopnost podniku zajistit financování činnosti vlastní pomocí, přičemž hlavní úlohu hraje vysoký podíl vlastního kapitálu.

Tabulka č. 14.: Komparace finanční analýzy s údaji za odvětví pro rok 2012

Ukazatel	Rozsah za odvětví	Výsledek podniku	Stav
Rentabilita aktiv	6,07 - 8,59	3,72	nižší
Rentabilita vlastního kapitálu	11,37 - 16,16	3,94	nižší
Celková zadluženost	37,36 - 40,64	25,23	nižší
Koeficient samofinancování	59,36 – 62,64	74,74	vyšší

Zdroj: Vlastní zpracování autora dle AMADEUS.CZ

Srovnání pro určení výsledného stavu proběhlo dle zdrojových dat z databáze Amadeus (viz. Příloha č. 2) a se získanými výpočty relevantních ukazatelů společnosti za poslední výzkumný rok 2012:

$$ROA_{2012} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{1003293}{26967170} = 3,72 \%$$

$$ROE_{2012} = \frac{\text{EAT}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{793459}{20154924} = 3,94 \%$$

$$\text{Celkova zadluzenost}_{2012} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{6803204}{26967170} = 25,23 \%$$

$$\text{Koefficient samofinancovani}_{2012} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{20154924}{26967170} = 74,74 \%$$

Rozsah za odvětví pro srovnání byl získán na základě využití dvou dimenzí dostupných dat z databáze Amadeus, a to průměru a mediánu, kdy tyto dvě hodnoty tvoří krajní limity mezi, ve kterých se pohybují společnosti v odvětví.

Tabulka č. 15.: Konstrukce hodnot v rozsahu za odvětví dle CZ-NACE 28 za rok 2012

Ukazatel	Medián odvětví	Průměr odvětví	Rozsah za odvětví
Rentabilita aktiv	6,07	8,58	6,07 - 8,59
Rentabilita vlastního kapitálu	11,37	16,16	11,37 - 16,16
Cizí kapitál / Kapitál	37,36	40,64	37,36 - 40,64
Vlastní kapitál / Kapitál	62,64	59,36	59,36 – 62,64

Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování a dle AMADEUS, (2014)

Ve srovnání s kontextem odvětví se nachází hodnota ukazatelů rentability aktiv na téměř poloviční úrovni oproti rozsahu ve vyjádření průměru a mediánu za odvětví. U rentability vlastního kapitálu je situace ještě horší ve čtvrtinovém podílu. Celková zadluzenost je však na vhodné úrovni, která signalizuje bezpečnost investice v podpoření vysokou schopností samofinancování.

## 4.5 Navržení optimální kapitálové struktury

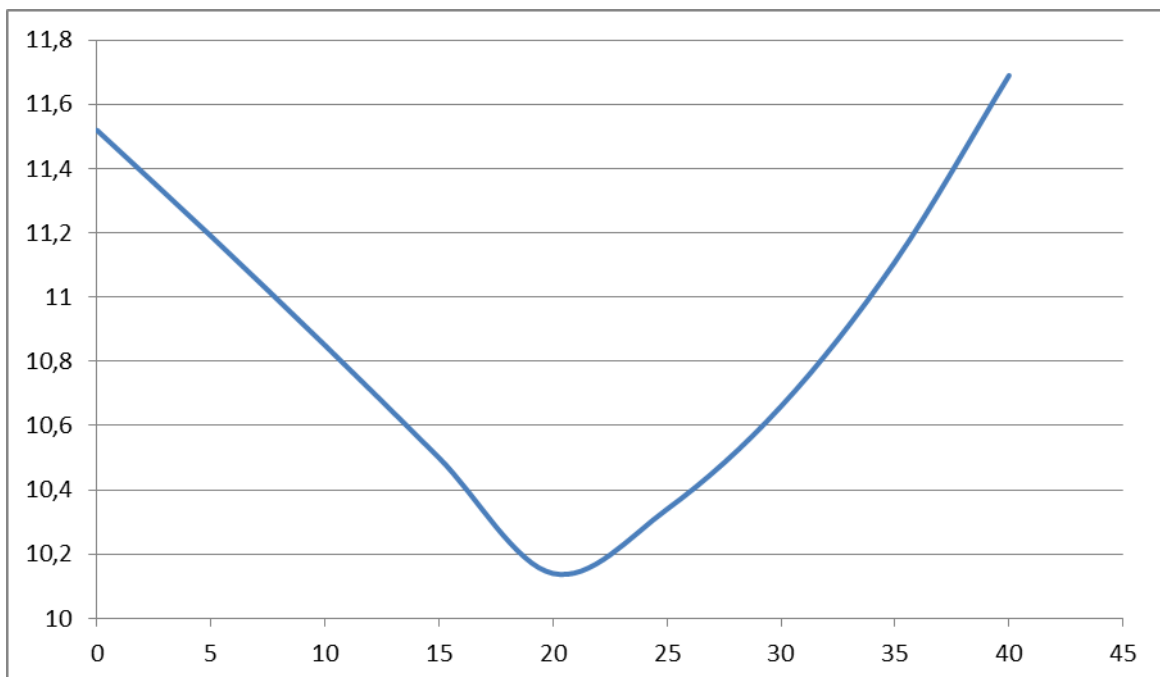
Navržení optimální kapitálové struktury je spojeno se zájmem každé společnosti na dosažení co nejnižší nákladovosti běžného provozu. Pomocí U-křivky nalezené optimum tak lze sloučit s tímto požadavkem, kdy minimum U-křivky se rovná minimalizaci nákladů na kapitál pro financování podnikatelského záměru.

Učinění návrhu tak stojí na základě vygenerování U-křivky, u které platí vztah mezi náklady na kapitál a vyjádřením zadlužení z hlediska procentního zastoupení cizích zdrojů na objemu celkového kapitálu

Pokud by podnik usiloval o minimalizaci nákladovosti kapitálu, lze tak doporučit nastavení profilace kapitálové struktury za současné podoby celkového objemu 26 967 170 Kč celkového kapitálu za rok 2012 na dílčí hodnoty:

- 21 573 736 tis. Kč získaných z vlastních zdrojů.
- 5 393 434 tis. Kč získaných z cizích zdrojů.

Graf č. 9: U-křivka



Zdroj: Autor na základě vlastního zpracování

Uvedené skutečnosti platí při vypočítaných nákladech cizího kapitálu 1,5 % a kapitálu vlastního 12,38 %, kdy tvoří celkové náklady na zajištění kapitálových potřeb z hlediska vážených průměrných nákladů 10,147 %.

Současný objem tohoto kapitálu umožňuje podniku generovat zisk 1 003 293 tis. Kč před zdaněním (739 459 tis. Kč po zdanění). Výsledek je tak v souladu s identifikovaným zjištěním, které určilo jako bod nákladové indiference hodnotu 448 815 tis. Kč zisku. Pro Třinecké železářny tak neexistuje jiná překážka pro přistoupení na dluhové financování ve vymezených dimenzích.

V pohledu na stav kapitálové struktury za poslední aktuální rok výzkumu 2012 se tak jedná o učinění změn:

- Výchozí předpoklad v zachování objemu celkových aktiv v hodnotě 26,967.170 tis. Kč
- Navýšení objemu vlastního kapitálu z dosavadních 20,154.924 tis. Kč o 1,418.812 tis. Kč na výsledný objem 21,573.736 tis. Kč, který reflektuje vypočítaný bod optima 20 % zadlužení společnosti.
- Snížení objemu využívaného dluhového financování pomocí cizích zdrojů z dosavadních 6,803.204 tis. Kč o 1,409.770 tis. Kč na výsledný objem 5,393.434 tis. Kč, který reflektuje vypočítaný bod optima 20 % zadlužení.

## 5 ZÁVĚR

Předmětem této práce byla analýza kapitálové struktury vybraného podniku. Cíl pak představovala analýza kapitálové struktury zvoleného konkrétního podnikatelského subjektu pro navrzení optimalizace kapitálové struktury dle identifikovaných skutečností.

Pro naplnění stanoveného cíle byl nejprve sestaven profil společnosti v intencích nezbytných informací k validnímu seznámení s podstatou činnosti a stručnou historickou reflexí působení v tuzemském tržním prostředí.

Následná analýza odvětví přinesla poznání o základních faktorech trhu. Hlavní faktory a podoby ukazatelů byly představeny v kapitole o analýze optimální kapitálové struktury.

Problematika optimalizace kapitálové struktury společnosti je tématem, které je důležité pro jednotlivé skupiny zainteresovaných stran ve vztahu ke společnosti, kdy je důležitá jak pro finanční manažery, tak pro otázky, které souvisejí se získáváním zdrojů pro financování společnosti do budoucna. Mimo stanovení toho, jaké druhy financování využít, je důležitá také otázka v souvislosti jaký poměr vlastního a cizího kapitálu je pro společnost optimální.

S vyšším podílem cizího kapitálu na celkovém kapitálu je možné docílit toho, že dojde ke zvýšení rentability vlastního kapitálu, a to na základě princip tzv. finanční páky, a proto je rozhodování o optimální kapitálové struktuře a zadluženosti společnosti vždy kompromisem mezi navyšováním rentability společnosti vlastního kapitálu a udržováním likvidity a dlouhodobé stability společnosti.

Při analýze kapitálové struktury podniku, jsem využila indiferentní analýzu a zaměřila jsem se na určení bodu kapitálové indiference v uchopení výhodnosti užívat služeb cizího kapitálu od určité hranice zisku. Ukazatelé rentability a zadluženosti pak znamenaly aplikaci konkrétních nástrojů finanční analýzy.

Stanovení nákladů na vlastní a cizí kapitál představovalo získání nezbytných vstupních dat pro konstrukci U-křivky jako hlavního výstupu klasické analýzy kapitálové struktury podniku. U nákladů na vlastní kapitál byl použit index DJIA (Index Dow Jones Industrial Average) a bylo zjištěno, jak obchodní tak finanční riziko. Náklady na cizí kapitál potom řeší otázku

daňového štítu, který značí úspory z daní, které plynou z používání cizího kapitálu

Vážené průměrné náklady na kapitál tvoří hodnotu 9,208 %, přičemž lze vyslovit automatický požadavek jakéhokoliv podnikatelského subjektu na minimalizaci výsledné hodnoty, která se přímo podílí na celkové profilaci nákladů a výnosů v determinaci finanční výkonnosti a schopnosti dosahovat zisku.

Z finanční analýzy vyplynul obraz Třineckých železáren, a. s. jako dlouhodobě stabilní společnosti, která se dokázala vypořádat s následky globální finanční krize a navrátila výkon na rostoucí úroveň. Podnik udržuje vysokou míru vlastního kapitálu na celkových aktivech.

Ukazatelé rentability by bylo možné navýšit, avšak za předpokladu zvýšení zisku, což je hlavním záměrem každého subjektu v tržním prostředí. Alternativu představuje doporučení na snížení objemu celkového kapitálu, avšak za podmínky dosažení totožných výkonů.

Zadluženost se pohybuje v mírně rostoucím trendu u krytí majetku prostřednictvím cizích zdrojů. Vzhledem k ukazatelům za odvětví se však jedná o nižší stav zadluženosti, než tomu bývá v daném odvětví obvyklé. Investoři a věřitelé se tak nemusejí obávat vložit své prostředky do společnosti, která je schopná zajistit odpovídající zhodnocení. Zejména schopnost samofinancování je na vysoké úrovni s dominantním podílem vlastních zdrojů.

Na základě vygenerované U-křivky pro různé úrovně zadlužení Třineckých železáren vycházejí nejnižší vážené průměrné náklady na kapitál při zadlužení blízkém 20 % podílu cizích zdrojů na celkovém kapitálu. Tento údaj je samozřejmě nutné brát s dostatečnou rezervou, kdy se mohou v dalším období změnit výchozí podmínky pro konstrukci ukazatele a je proto třeba stále aktualizovat získané výsledky analýz kapitálové struktury podniku. Dle uvedených skutečností a vlastního zpracování je nezbytné považovat cíl za naplněný.

## 6 Seznam použitých zdrojů

### Literatura

- [1] BREALEY, RICHARD A. - MYERS, STEWART C. *Teorie a praxe firemních financí*. Translated by Zdeněk Strnad - Vilém Jungmann - Tomáš Hlaváč. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2000. xix, 1064. ISBN 80-7226-189-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D., a kol.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. 2011. 225 str. ISBN: 978-80-8692.869-2
- [3] FOTR, J., SOUČEK, I.: *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. 2005. 356 str. ISBN: 978-80-247-0939-2.
- [4] HRDÝ, M., STROUHAL, J. *Finanční řízení*. Praha: Wolters Kluwer ČR, a. s., 2010. 226 s
- [5] HRDÝ, M.: *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. 2. rozš. a upr. vyd. Praha: Grada Publishing. 2011. 269 str. ISBN: 978-80-7467-432-1.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2 dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [7] KISLINGEROVÁ, E., a kol.: *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 714 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [8] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 2. rozš. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck. 2001. 384 str. ISBN: 978-80-7179-529-1
- [9] KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha : C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [10] MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress. 1998. 206 str. ISBN: 978-80-86119-09-2.
- [11] OHLSON, J. Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, 11 (2), 1995, pp. 661 – 687
- [12] PAVELKOVÁ, D. KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: LINDE nakladatelství s.r.o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.



- [13] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza., metody, ukazatele, využití v praxi*, 2 aktualizované vydání. Praha: GRADA, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
- [14] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. doplněné vyd. Brno: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8
- [16] SYNEK, M., a kol.: *Manažerská ekonomika*, 2. přepracované a rozšířené vyd., Praha: GRADA, 2000. 480 s., ISBN 80-247-9069-6.
- [16] SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. 4., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 475 s. ISBN 80-7179-892-4.
- [17] SYNEK M., KISLINGEROVÁ E., *Podniková ekonomika*, Nakladatelství C H Beck, 2010 - Počet stran: 498, ISBN 978-80-7357-580-9.
- [18] ŠIMAN, J., PETERA, P.: *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck. 2010. 192 str. ISBN: 978-80-7400-117-8.
- [19] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9.
- [20] VALACH, J. *Finanční řízení podniku: Zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999, dotisk 2001. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [21] VOCHOZKA, M., MULAČ, P.: *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. 2012. 570 str. ISBN: 978-80-2474-372-1.
- [22] WOHE G., *Úvod do podnikového hospodářství*, C. H. Beck, Praha 1995.

### **Interní zdroje společnosti**

- [23] AKCIE A INDEXY MIRAS.: *Indexy Dow Jones*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-18]. Dostupné z: <<http://www.miras.cz/akcie/indexy-dow-jones.php>>
- [24] AMADEUS.: *Výstup z databáze*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-18] Dostupné z: <http://amadeus.bvdinfo.com>
- [25] ČNB.: *Roční historie sazby PRIBOR*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-18]. Dostupné z: <[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/rok\\_form.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/rok_form.jsp)>

[26] DAMODARAN, D.: *Capital and Data Sets*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-18]. Dostupné z: <<http://pages.stern.nyu.edu/~damodar>

[26] REJSTŘÍK FIREM.: *Třinecké železářny*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-18].

Dostupné z: <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/18050646/trinecke-zelezarny-as>

[27] TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY: *Profil společnosti a předmět výroby*. [online]

2014 [cit. 2014-06-18]

Dostupné z: [http://www.trz.cz/web/trzocel.nsf/link/homepage\\_cz](http://www.trz.cz/web/trzocel.nsf/link/homepage_cz)

## 7 Seznam tabulek

<i>Tabulka č. 1 Struktura vzdělanosti zaměstnanců.....</i>	<i>50</i>
<i>Tabulka č.2.: 28 Struktura odvětví CZ-NACE za rok 2012.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabulka. č. 3.: Indiferentní analýza ve vztahu k současné kapitálové struktuře.....</i>	<i>53</i>
<i>Tabulka č. 4. Odhad finančního rizika.....</i>	<i>56</i>
<i>Tabulka č. 5.: Náklady na cizí kapitál dle nákladových úroků za období 2009 -2012.....</i>	<i>57</i>
<i>Tabulka č. 6.: Výpočet úrokové sazby pro rok 2012.....</i>	<i>58</i>
<i>Tabulka č. 7.: Konstrukce výpočtu úrokových nákladů za rok 2012.....</i>	<i>58</i>
<i>Tabulka č. 8.: Náklady vlastního kapitálu.....</i>	<i>61</i>
<i>Tabulka č. 9.: Zdrojová data pro různé úrovně zadlužení.....</i>	<i>61</i>
<i>Tabulka č. 10.: Hodnoty U-křivky pro zadlužení 0 – 20 %.....</i>	<i>63</i>
<i>Tabulka č. 11.: Hodnoty U-křivky pro zadlužení 25 – 40 % .....</i>	<i>64</i>
<i>Tabulka č. 12.: Ukazatelé rentability za období 2009 -2012.....</i>	<i>66</i>
<i>Tabulka č. 13.: Ukazatelé zadluženosti za období 2009 -2012.....</i>	<i>67</i>
<i>Tabulka č. 14.: Komparace finanční analýzy s údaji za odvětví pro rok 2012.....</i>	<i>68</i>
<i>Tabulka č. 15.: Konstrukce hodnot v rozsahu za odvětví dle CZ-NACE 28 za rok 2012..</i>	<i>69</i>
<i>Tabulka. č. 16.: Využitý soubor dat z CZ-NACE-28 za rok 2012.....</i>	<i>81</i>

## 8 Seznam grafů

Graf č. 1: Kapitálová struktura .....	15
Graf č. 2: Náklady kapitálu .....	22
Graf č. 3: Vliv nákladů finanční tísně na hodnotu podniku.....	27
Graf č. 4: Grafické znázornění optimální kapitálové struktury podle klasické teorie.....	33
Graf č. 5: Minimum průměrných nákladů na kapitál .....	34
Graf č. 6: Bod indiference kapitálové struktury .....	39
Graf č. 7: Struktura nákladů za rok 2012.....	52
Graf č. 8: Vývoj indexu DJIA .....	54
Graf č. 9: U-křivka .....	69

## 9 Seznam použitých zkratk

WACC - průměrné náklady na kapitál,

$r_e$  - náklady na vlastní kapitál,

$r_d$  - náklady na cizí kapitál,

C - celkový investovaný kapitál,

E - vlastní kapitál,

D - cizí úročený kapitál,

t - sazba daně ze zisku

$N_d$  - náklady dluhu v %

i - úrok z úvěrů v %

T - daň. Koeficient

$Z_u$  = zisk před úroky a zdaněním,

$I_v$  = úrok v Kč při financování vlastním kapitálem = 0,

$I_d$  = úrok v Kč při financování dluhem,

T = daňový koeficient (daňová sazba / 100)

$D_p$  = dividendy z prioritních akcií,

$A_v$  = počet emitovaných akcií při financování vlastním kapitálem,

$A_d$  = počet emitovaných akcií při dluhovém financování

ROA – rentabilita aktiv

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

ROC - Rentabilita nákladů

ROS – rentabilita tržeb

$Z_u$  - bod indiference kapitálové struktury

$I_d$  - úrok při financování dluhem

$r_e$  - náklady na vlastní kapitál

$r_f$  - bezriziková míra výnosu

$r_m$  - tržní úroková míra

b(beta) - koeficient vyjádření systematického rizika

## **10 Seznam příloh**

Příloha 1 – Data dle CZ-NACE 28 pro komparaci s odvětvím

Příloha 2 – Rozvaha v plném rozsahu – aktiva Třinecké železárny v letech 2009-2012

Příloha 3 – Rozvaha v plném rozsahu – pasiva Třinecké železárny v letech 2009-2012

Příloha 4 – Výkaz zisku a ztráty v druhovém členění

Příloha 5 – Cash Flow – přehled o finančních tocích

## Příloha 1 – Data dle CZ-NACE 28 pro komparaci s odvětvím

Pro některé ukazatele užívané v předmětné analýze je uplatněn přímo stanovený repertoár požadavků pro vyhodnocení výsledné hodnoty, např. přesně definované meze ukazatelů likvidity nebo požadavek na maximalizaci rentability společnosti pro maximalizaci využití disponibilních zdrojů.

Některé faktory se ovšem vyznačují obtížnou kodifikovatelností jednoznačných doporučení pro směřování výsledku, kdy je tak vhodné přistoupit k využití komparace v rámci odvětví. Cennou pomůckou přináší databáze finančních informací pro veřejné a soukromé společnosti Amadeus, která poskytuje informace sumarizované z výzkumů na 21 milionů společností s užitím jejich specifického profilu v rámci kategorizace nabízených zdrojových dat.

Pro potřeby této práce tak bylo využito odvětví zpracování kovů v členění CZ-NACE-28 jako vyjádření stavu ukazatelů za odvětví pro následnou komparaci jako výchozího přístupu k vyhodnocení stavu společnosti.

*Tabulka. č. 16.: Využitý soubor dat z CZ-NACE-28 za rok 2012*

Ukazatel	Průměr odvětví	Medián odvětví
Vlastní kapitál / Kapitál	59,36	62,64
Cizí kapitál / Kapitál	40,64	37,36
Rentabilita aktiv	8,59	6,07
Rentabilita vlastního kapitálu	16,16	11,37

## Příloha 2 – Rozvaha v plném rozsahu – aktiva Třinecké železárny v letech 2009-2012

(v tisících Kč)

	31. 12. 2012			31. 12. 2011
	Brutto	Korekce	Netto	Netto
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>46 326 288</b>	<b>-19 359 118</b>	<b>26 967 170</b>	<b>26 913 689</b>
<b>B. Dlouhodobý majetek</b>	<b>35 402 077</b>	<b>-18 800 704</b>	<b>16 601 373</b>	<b>15 250 593</b>
<i>B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>280 775</i>	<i>-188 492</i>	<i>92 283</i>	<i>56 459</i>
B.I.2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	4 553	-3 870	683	1 594
B.I.3. Software	166 395	-156 447	9 948	12 152
B.I.4. Ocenitelná práva	29 296	-28 175	1 121	1 055
B.I.6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	75 038		75 038	41 658
B.I.7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	5 493		5 493	
<i>B.II. Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>28 388 025</i>	<i>-18 416 286</i>	<i>9 971 739</i>	<i>10 126 078</i>
B.II.1. Pozemky	349 949		349 949	350 117
B.II.2. Stavby	7 072 102	-3 884 679	3 187 423	3 164 826
B.II.3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	20 447 525	-14 500 093	5 947 432	6 388 725
B.II.6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	1 499		1 499	1 499
B.II.7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	460 675	-31 514	429 161	210 388
B.II.8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	56 275		56 275	10 523
<i>B.III. Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>6 733 277</i>	<i>-195 926</i>	<i>6 537 351</i>	<i>5 068 056</i>
B.III.1. Podíly – ovládaná osoba	6 610 094	-178 021	6 432 073	4 940 052
B.III.2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	123 183	-17 905	105 278	108 554
B.III.3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				100
B.III.5. Jiný dlouhodobý finanční majetek				19 350
<b>C. Oběžná aktiva</b>	<b>10 892 570</b>	<b>-558 414</b>	<b>10 334 156</b>	<b>11 621 965</b>
<i>C.I. Zásoby</i>	<i>7 143 308</i>	<i>-500 715</i>	<i>6 642 593</i>	<i>7 337 708</i>
C.I.1. Materiál	2 785 664	-251 754	2 533 910	3 144 959
C.I.2. Nedokončená výroba a polo tovary	2 631 938	-195 607	2 436 331	2 545 885
C.I.3. Výrobky	1 722 230	-53 354	1 668 876	1 644 896
C.I.5. Zboží	2 069		2 069	398
C.I.6. Poskytnuté zálohy na zásoby	1 407		1 407	1 570
<i>C.II. Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>6 261</i>		<i>6 261</i>	<i>5 463</i>
C.II.1. Pohledávky z obchodních vztahů	1 775		1 775	2 662
C.II.5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	640		640	639
C.II.7. Jiné pohledávky	3 846		3 846	2 162
<i>C.III. Krátkodobé pohledávky</i>	<i>3 140 187</i>	<i>-43 265</i>	<i>3 096 922</i>	<i>3 762 315</i>
C.III.1. Pohledávky z obchodních vztahů	2 765 105	-31 425	2 733 680	3 148 620
C.III.2. Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	285 951		285 951	401 683
C.III.6. Stát – daňové pohledávky	45 352		45 352	178 138
C.III.7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 227		1 227	9 146
C.III.8. Dohadné účty aktivní	12 880		12 880	6 177
C.III.9. Jiné pohledávky	29 672	-11 840	17 832	18 551
<i>C.IV. Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>602 814</i>	<i>-14 434</i>	<i>588 380</i>	<i>516 479</i>
C.IV.1. Peníze	1 312		1 312	1 567
C.IV.2. Účty v bankách	586 675		586 675	514 912
C.IV.3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	14 827	-14 434	393	
<b>D. I. Časové rozlišení</b>	<b>31 641</b>		<b>31 641</b>	<b>41 131</b>
D.I.1. Náklady příštích období	27 360		27 360	34 217
D.I.2. Komplexní náklady příštích období	4 258		4 258	6 524
D.I.3. Příjmy příštích období	23		23	390



**Příloha 3 – Rozvaha v plném rozsahu – pasiva Třinecké železárny v letech 2009-2012**

(v tisících Kč)

		<b>31. 12. 2012</b>	<b>31. 12. 2011</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>26 967 170</b>	<b>26 913 689</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>20 154 924</b>	<b>19 361 466</b>
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>8 109 863</i>	<i>8 109 863</i>
A.I.1.	Základní kapitál	8 109 863	8 109 863
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>103 770</i>	<i>103 771</i>
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	103 786	103 787
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-16	-16
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>2 818 546</i>	<i>2 749 675</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	834 279	765 408
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	1 984 267	1 984 267
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>8 329 286</i>	<i>7 020 746</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	8 384 399	8 384 399
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-55 113	-1 363 653
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	<i>793 459</i>	<i>1 377 411</i>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>6 803 204</b>	<b>7 548 383</b>
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>114 882</i>	<i>241 442</i>
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1 922	1 853
B.I.4.	Ostatní rezervy	112 960	239 589
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>483 903</i>	<i>286 485</i>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	16 786	34 203
B.II.9.	Jiné závazky	5 000	
B.II.10.	Odložený daňový závazek	462 117	252 282
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>3 747 672</i>	<i>4 716 361</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	3 204 139	4 099 963
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	284 378	296 021
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	79 641	96 304
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	98 627	75 039
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy		4
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	70 977	138 449
B.III.11.	Jiné závazky	9 910	10 581
<i>B.IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>2 456 747</i>	<i>2 304 095</i>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	1 486 052	1 148 715
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	970 695	1 155 380
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>9 042</b>	<b>3 840</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	7 969	2 378
C.I.2.	Výnosy příštích období	1 073	1 462

## Příloha 4 – Výkaz zisku a ztráty v druhovém členění

(v tisících Kč)

		Období do 31. 12. 2012	Období do 31. 12. 2011
I.	Tržby za prodej zboží	10 451	4 212
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	10 241	4 138
+	<b>Obchodní marže</b>	<b>210</b>	<b>74</b>
II.	Výkony	37 537 031	39 828 106
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	37 100 709	38 893 068
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-193 789	479 407
II.3.	Aktivace	630 111	455 631
B.	Výkonová spotřeba	32 746 380	34 136 816
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	30 194 973	31 600 454
B.2.	Služby	2 551 407	2 536 362
+	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>4 790 861</b>	<b>5 691 364</b>
C.	Osobní náklady	2 863 155	2 929 132
C.1.	Mzdové náklady	1 954 510	2 011 962
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	9 590	10 644
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	687 337	707 244
C.4.	Sociální náklady	211 718	199 282
D.	Daně a poplatky	22 946	22 293
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	900 092	910 771
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	111 277	127 125
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 469	7 897
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	101 808	119 228
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	96 468	107 148
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	963	728
F.2.	Prodaný materiál	95 505	106 420
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-223 752	87 235
IV.	Ostatní provozní výnosy	682 279	1 115 850
H.	Ostatní provozní náklady	829 872	1 247 847
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>1 095 636</b>	<b>1 629 913</b>
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	37 059	199 375
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách	36 850	199 170
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	209	205
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	925	895
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	98 910	77 738
X.	Výnosové úroky	11 033	4 317
N.	Nákladové úroky	48 944	69 988
XI.	Ostatní finanční výnosy	34 449	47 296
O.	Ostatní finanční náklady	27 955	48 276
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-92 343</b>	<b>55 881</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	209 834	308 383
Q 1.	- splatná		-2 052
Q 2.	- odložená	209 834	310 435
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>793 459</b>	<b>1 377 411</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>793 459</b>	<b>1 377 411</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>1 003 293</b>	<b>1 685 794</b>

## Příloha 5 – Cash Flow – přehled o finančních tocích

(v tisících Kč)

		Období do 31. 12. 2012	Období do 31. 12. 2011
<b>P.</b>	<b>Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>516 479</b>	<b>577 850</b>
	<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</b>		
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	1 003 293	1 685 794
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	767 469	941 664
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	900 092	910 771
A.1.2.	Změna stavu opravných položek, rezerv a komplexních nákladů příštích období	-124 842	182 334
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-8 506	-7 169
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku	-37 059	-199 375
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	37 911	65 671
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	-127	6 793
A.1.7.	Úpravy o nepeněžní operace- Fúze		-17 361
<b>A.*</b>	<b>Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu</b>	<b>1 770 762</b>	<b>2 627 458</b>
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	289 478	-755 954
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	560 398	-134 746
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	-1 055 001	309 824
A.2.3.	Změna stavu zásob	784 081	-931 032
<b>A.**</b>	<b>Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>2 060 240</b>	<b>1 871 504</b>
A.3.	Vyplacené úroky	-43 339	-73 412
A.4.	Přijaté úroky	11 112	2 341
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost		2 502
A.7.	Přijaté dividendy a podíly na zisku	37 059	199 375
<b>A.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>2 065 072</b>	<b>2 002 310</b>
	<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>		
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-2 245 605	-1 160 146
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	9 492	7 718
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	116 000	-400 000
B.5.	Zvýšení peněžních prostředků - Fúze		1 151
<b>B.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-2 120 113</b>	<b>-1 551 277</b>
	<b>Peněžní toky z finančních činností</b>		
C.1.	Změna stavu závazků z financování	126 942	-512 253
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu		-151
C.2.5.	Příjmy (výdaje) z kapitálových a jiných fondů		-23
C.2.6.	Vyplacené dividendy		-128
<b>C.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>126 942</b>	<b>-512 404</b>
<b>F.</b>	<b>Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>71 901</b>	<b>-61 371</b>
<b>R.</b>	<b>Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>588 380</b>	<b>516 479</b>