

Univerzita Hradec Králové
Fakulta informatiky a managementu
Katedra ekonomie

KLÍČOVÉ INDIKÁTORY VÝKONU FIRMY

Diplomová práce

Autor: Bc. Roman Boháček
Studijní obor: Informační management, kombinované

Vedoucí práce: Ing. Eva Hamplová, Ph.D.

Hradec Králové

Listopad 2022

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/zpracovala samostatně a s použitím uvedené literatury.

V Praze dne 10.11.2022

vlastnoruční podpis

Bc. Roman Boháček

Poděkování:

Děkuji vedoucímu bakalářské/diplomové práce Ing. Evě Hamplové, Ph.D. za metodické vedení práce, odborné rady, nápady ke směřování textu, lidský přístup a věnovaný čas.

Anotace

Tato diplomová práce s názvem „Klíčové indikátory výkonu firmy“ se soustředí na vymezení klíčových indikátorů výkonu podniku. Vybírá a popisuje konkrétní poměrové ukazatele, které následně aplikuje při výpočtech ekonomické výkonnosti tři společností podnikajících na stejném trhu a odvětví. Českomoravská Nemovitostní a.s., DRFG, a.s., PASSERINVEST GROUP, a.s. Za použití výsledků z měření klíčových poměrových ukazatelů, a z výsledků získaných z bonitního a bankrotního ekonomického modelu určuje ekonomickou výkonnost a vývoj v čase všech tří společností. K analýze využívá finanční údaje o podnicích pocházejících z účetních závěrek (především z rozvahy, výkazu zisků a ztrát, a z výkazu cash flow) a další nefinanční údaje z okolí podniku. Získané informace následně porovnává mezi sebou a určuje, která ze zkoumaných firem je stabilnější a potažmo tak úspěšnější.

Klíčová slova: Poměrové ukazatele; Výkonnost; Účetní výkazy; Finanční analýza; Bonitní model; Bankrotní model; Konsolidační celek; Investiční skupina

Annotation

Presented diploma thesis “Key performance indicators of a company” is focused on describing key indicators for business economic performance. It chooses and describes specific financial ratios. These indicators are then used in calculations in order to measure economical performance of three selected companies that operate on the same market and in the same region. Českomoravská Nemovitostní a.s., DRFG, a.s., PASSERINVEST GROUP, a.s. Using the creditworthy and bankruptcy models it evaluates the state of economical performance of these companies. The complete performance consists of results of both models’ calculations and specific indicators’ calculations. These results are also valuated in specific time frame. The thesis also uses information from yearly financial statements as well as non-financial information from companies’ surroundings. Final performance ratios are compared and companies are sorted from the best result to the worst.

Key words: Financial ratios; Performance; Financial statements; Financial analysis; creditworthy model; Bankruptcy model; Consolidation unit; Investment group

Obsah

1	Úvod, cíl práce, metodika zpracování.....	1
2	Indikátory výkonu firmy, jejich rozdělení, zdroje dat.....	4
2.1	Ukazatele rentability.....	5
2.2	Ukazatele likvidity	6
2.3	Ukazatele zadluženosti	8
2.4	Ukazatele aktivity.....	10
2.5	Zdroje dat.....	11
3	Měření a analýza výkonu firmy.....	20
3.1	Volba modelu měření a analýzy výkonu	20
3.1.1	Bonitní model (Index bonity).....	22
3.1.2	Bankrotní model (Index IN05)	23
3.2	Výběr společností pro měření a analýzu výkonu	24
3.3	Českomoravská Nemovitostní a.s.	26
3.3.1	Index bonity	28
3.3.2	Index IN05	30
3.3.3	Shrnutí a interpretace výsledků.....	31
3.3.4	Závěrečný výrok.....	34
4	Porovnání výsledků měření s hodnotami konkurenčních společností	35
4.1	DRFG a.s.....	35
4.1.1	Index bonity	38
4.1.2	Index IN05	40
4.1.3	Shrnutí a interpretace výsledků.....	41
4.1.4	Závěrečný výrok.....	43
4.2	PASSERINVEST GROUP, a.s.	44
4.2.1	Index bonity	46

4.2.2	Index IN05	48
4.2.3	Shrnutí a interpretace výsledků.....	49
4.2.4	Závěrečný výrok.....	51
4.3	Porovnání výsledků.....	53
4.3.1	Srovnání dle Indexu bonity	53
4.3.2	Srovnání dle indexu IN05.....	56
4.3.3	Srovnání dle ostatních poměrových ukazatelů	58
5	Závěr	63
6	Seznam použité literatury	67
7	Seznam obrázků.....	70
8	Seznam tabulek.....	71
9	Přílohy.....	72

1 Úvod, cíl práce, metodika zpracování

Úvod

V praxi a odborné literatuře se běžně setkáváme s pojmem „Ekonomické indikátory společnosti“. V případě této práce „Klíčové indikátory firmy“. Odborná veřejnost a obecně většina ekonomů si pod tímto názvem dokáže představit konkrétní příklady. Umí s nimi pracovat a zamýšlet se nad vytvářením prostředí s vyšší efektivitou pro tvorbu vyššího zisku, protože jim ukážou větší detail výsledků a hospodaření konkrétního podniku. Těchto indikátorů je poměrně mnoho. V praxi ale bývá práce s těmito veličinami omezována. Společnost musí tvořit zisk. Ten je důležitý pro investory a přeneseně pro management. Proto může být zaměření finančního řízení omezeno především na velikost tržeb a za jakých nákladů jich podnik dosáhnul. Přitom poměrové ukazatele, v této práci tedy „Klíčové indikátory“, mohou napovědět, kde se skrývá cesta k lepší optimalizaci operací společnosti a naznačit tak možnou cestu ke zlepšení výkonu a dosahování lepších finančních výsledků.

Vytipováním a analýzou těchto klíčových indikátorů vede k získání podrobných informací o hospodaření společnosti, a to jak celkově, tak v určitých částech provozu podniku. Zajímá nás provozní a finanční výsledek hospodaření. Na prvních stranách této práce nalezneme informace o vybraných poměrových ukazatelích, které jsou dále použity v analýzách tří firem, které podnikají ve stejném odvětví, na stejném trhu. Konkrétně oblast realit, správa a pronájem komerčních nemovitostí v České republice. Kromě samotných klíčových indikátorů jsou popsány i dva vybrané modely pro posouzení stavu hospodaření zmíněných podniků. Za tímto účelem byl vybrán jeden bonitní a jeden bankrotní model.

Po vymezení pojmů a teoretických podkladů se pokračuje v praktické části, kde analýze a měření vystavujeme společnosti Českomoravská Nemovitostní a.s., DRFG, a.s. a PASSERINVEST GROUP, a.s.

Cíl práce

Cílem této diplomové práce je vymezit poměrové ukazatele jako indikátory ekonomického výkonu společnosti. Na základě dat získaných z účetních závěrek za vymezený časový úsek, a to především využití údajů z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu cash flow, provést výpočet těchto indikátorů. Následně budou tyto údaje aplikovány do dvou ekonomických modelů (bonitní a bankrotní) posuzujících stav hospodaření podniku. Zbytek doplňujících klíčových indikátorů je použit k dotvoření celkové analýzy podniků.

Analýza bude provedena na třech vybraných podnicích ze stejného oboru a ekonomického prostředí. Na základě naměřených údajů definujeme stav hospodaření těchto podniků a jejich výkonnost porovnáme mezi sebou. Závěrem budeme konstatovat, zda jsou podniky bonitní a který z nich se jeví jako nejstabilnější nebo také neúspěšnější za měřený časový úsek.

Pro závěrečný výrok budou brány v úvahu také informace z jiných než účetních zdrojů. Tyto nefinanční údaje jsou důležitý údaj, který je nutný znát k vyslovení uceleného závěrečného výroku o stavu hospodaření zkoumaných společností.

Metodika zpracování

Při psaní diplomové práce se nejdříve vycházelo z odborných knih a textů. Formou literární rešerše se tak získal podklad pro celou teoretickou část práce a pro vymezení praktické části. Praktickou část této práce prezentuje kapitola „*Indikátory výkonu firmy, jejich rozdělení, zdroje dat*“.

V následujících kapitolách byla provedena analýza číselných dat získaných z účetních výkazů společností Českomoravská Nemovitostní a.s., DRFG a.s. a PASSERINVEST GROUP, a.s. Vypočetly se hodnoty klíčových poměrových ukazatelů a proběhlo modelování výkonu společností pomocí bonitního a bankrotního modelu v časovém rozmezí pěti let pro každý podnik. Číselné údaje a výsledky byly následně porovnány z nefinančními informacemi, které jsou k dispozici ve výročních zprávách všech firem za jednotlivé roky.

Analýzy byly provedeny s účelem nalézt odpovědi na následující výzkumné otázky:

- Jaká je ekonomická výkonnost jednotlivých společností?
- Jsou zkoumané společnosti bonitní?
- Jaký je vývoj hospodaření zkoumaných společností v čase? Jsou stabilní?
- Která ze zkoumaných společností se jeví jako ekonomicky nejsilnější, a která jako nejslabší?

Veškeré informace a údaje v práci použité, byly autorem práce samostatně zpracovány. Pro tvorbu tabulek, pro zpracování všech výpočtů, a pro tvorbu všech v práci použitých grafů byl vybrán program Microsoft Excel. Stejný program byl použit pro zanesení lineárních trendů do některých grafů. Diagramy organizačních struktur všech tří společností byly autorem zpracovány v programu Draw.io. Tento podnikový software je dostupný online pro širokou veřejnost.

2 Indikátory výkonu firmy, jejich rozdělení, zdroje dat

V první části se blíže seznámíme s veličinami, které se v následujících kapitolách použijí jako nástroje k dosažení cílů, které si tato práce stanovila. Tím je měření výkonnosti a analýza výkonu tří vybraných společností. Zároveň se na podkladě výsledků analýzy bude formulovat srovnání ekonomického stavu podniků a samotný závěr. Tyto indikátory nazýváme také jako poměrové ukazatele. Poměrové proto, že se vždy jedná o srovnání jedné hodnoty z účetních výkazů s jinou. Uvedeny jsou všechny, se kterými je aktivně pracováno při analýze výkonu vybraných společností v dalších kapitolách.

Důležité je zmínit, že informace nepředstavují žádné dogma. Jak zmiňuje Wagner (2009) „*Neexistuje žádné měřítko, které by v sobě mohlo spojit všechny požadavky kladené na zjištění informace o výkonnosti, a které bychom tak mohli označit jako ideální měřítko výkonnosti.*“ Ani v této práci nejde o pojmenování či vybrání optimálního měřítka. Chceme využít kombinaci poměrových ukazatelů a získat užitečný pohled z veřejně dostupných informací pro uživatele, kteří na zkoumané společnosti nahlíží zvenčí. Před samotným výběrem a následným určením, resp. definicí a popisem poměrových indikátorů společnosti je tedy patřičné si uvědomit, čeho má tato práce dosáhnout. Není cílem vymyslet nové, převratné postupy. Naopak jsou použity zaběhnuté přístupy k měření výkonnosti tak, aby byl výsledek snadno interpretovatelný a jasně srozumitelný všem zainteresovaným čtenářům.

Níže v kapitole nalezneme rozdělení vybraných indikátorů do několika skupin. Ty slouží jako měřítko toho, zda se zkoumá přímo konkrétní oblast výkonnosti firmy, nebo zda se soustředí více na celkový pohled prosperity společnosti. Popsány jsou dobře známé skupiny poměrových ukazatelů. Logika jejich rozdělení byla v minulosti několikrát podrobně popsána. Skupiny poměrových ukazatelů vycházejí převážně z informací dostupných v rozvaze a výkazu zisku a ztráty. (Růčková, 2019).

Úvahy o tom, které ze skupin indikátorů výkonnosti mohou změnou v přístupu managementu společnosti k jejich řízení zlepšit hospodaření podniku, nalezneme až v následující kapitole. V této části práce nás zajímá pouze samotný výčet veličin.

Jedná se o tyto skupiny poměrových ukazatelů:

- **Ukazatele rentability**
- **Ukazatele likvidity**
- **Ukazatele zadluženosti**
- **Ukazatele aktivity**

Pořadí, ve kterém jsou skupiny indikátorů i jednotlivé ukazatele vyjmenovány, se nesnaží naznačit prioritu nebo důležitost jednotlivých veličin. Určení důležitosti souvisí až s výběrem postupu u samotné analýzy a měření výkonnosti, na které se text soustředí později.

V neposlední řadě se tato kapitola věnuje výběru zdrojů dat, ze kterých se získají informace pro měření jednotlivých indikátorů výkonu společnosti. Data jsou ve svém širokém pojetí velmi abstraktní pojem. Pro dnešní dobu je typické, že jsme zahlceni nezměrným množstvím dat z nepřeborně velkého počtu zdrojů. Neplatí, že každý zdroj obsahuje správné informace. Z doby informační jsme zřejmě plynule přešli do doby dezinformační. Je tedy nutné prověřovat veškeré zdroje. Také je nutné čerpat informace v takové podobě, ve které je lze použít. Odkud tato práce pro své závěry čerpá data, a proč, je uvedeno v samostatné podkapitole níže.

2.1 Ukazatele rentability

Tato skupina ukazatelů se zaměřuje na výsledek hospodaření společnosti a poměřuje je k ostatním hodnotám za účelem popisu míry schopnosti firmy vytvářet nové zdroje a míru schopnosti dosahování zisků při použití investovaného kapitálu (Růčková, 2019). Tyto indikátory jsou důležité pro stávající i nové investory,

případně také pro věřitele, protože mimo jiné zobrazují, jak efektivně je management schopný nakládat se zdroji, kterými firma disponuje. Nejvíce se v této práci budeme věnovat následujícím pohledům na rentabilitu.

a) Rentabilita celkového vloženého kapitálu (Return On Assets)

$$ROA = \frac{Zisk}{Aktiva}$$

(Vochozka, 2011, str. 42)

b) Rentabilita vlastního kapitálu (Return On Equity)

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

(Vochozka, 2011, str. 42)

c) Rentabilita tržeb (Return On Sales)

$$ROS = \frac{Zisk}{Výnosy}$$

(Vochozka, 2011, str. 43)

2.2 Ukazatele likvidity

Zatímco ukazatele rentability pracují s výsledkem hospodaření společnosti, ukazatele likvidity se ve své obecnosti snaží vyjádřit rychlost přeměny konkrétního majetku (aktiva) v hotovost. Růčková (2019) také dodává, že není důležitá pouze rychlost této směny, ale i minimální změna hodnoty takového aktiva. Lze tedy přeměnit do peněžní hotovosti, aniž by se výrazně změnila (snížila) jeho hodnota. Pro účely této práce je tato veličina důležitá, protože poukazuje na schopnost podniku hradit své závazky včas (Růčková, 2019). To je důležitá vlastnost především pro obchodní partnery a věřitele či ostatní skupiny zainteresované na dobrém (či efektivním) hospodaření společnosti.

Nedostatek likvidity nemusí nutně vést k úpadku společnosti. Záleží, jaké části fungování firmy se tento nedostatek týká. Např. při porovnávání provozní a investiční činnosti. Pokud by firma neměla dostatečnou likvidnost na provoz, pak je to samozřejmě problém. Může tím dojít až k platební neschopnosti vůči dodavatelům, bankovním institucím (od nichž firma čerpá projektové či provozní financování), nebo vůči ostatním věřitelům, kteří firmě prostředky zapůjčili přímo, nebo jsou vlastníci firmou emitovaných obligací (dluhopisů, směnek, ...). Pokud společnost v určitém čase nemá dostatek prostředků pro další rozvoj, může tím ztratit důležitou příležitost. Provozně ale stále může dobře fungovat a být zisková. Nemít potřebnou úroveň likvidity pro investiční činnost je přirozeně velkou překážkou firem, které se v odvětví snaží o růst a zároveň se nachází v kompetitivním konkurenčním prostředí.

Jak vyplývá z výše uvedeného, je žádoucí, aby podnik měl dostatečnou likviditu. Takovou úroveň, která zajišťuje plnění všech závazků a zároveň umožňuje firmě růst prostřednictvím nových investic. Nežádoucí pak je stav nízké likvidity. Stejně tak se ale management podniku obvykle vyhýbá stavům s příliš vysokou úrovní likvidity. Růčková (2019, str. 58) uvádí: „*Příliš vysoká míra likvidity je nepříznivým jevem pro vlastníky podniku, neboť finanční prostředky jsou vázány v aktivech, která nepracují ve prospěch výrazného zhodnocování finančních prostředků a „ukrajují“ tak z rentability.*“ Aby byla firma likvidní, musí mít své finanční prostředky v určité míře alokovány v hotovosti (na bankovním účtě / pokladně), zásobách, pohledávkách a oběžných aktivech. (Vochozka, 2011). Ukazatele likvidity, se kterými se v této práci počítáno, jsou následující.

a) Běžná likvidita (Current Ratio)

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

(Vochozka, 2011, str.45)

b) Hotovostní (okamžitá) likvidita (Cash Ratio)

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

(Vochozka, 2011, str. 46)

2.3 Ukazatele zadluženosti

Tato skupina poměrových ukazatelů se zaměřuje na tzv. zadluženost. V širokém pojetí se jedná o určení, kolik daná společnost za svůj majetek (v účetní rozvaze všechna aktiva) dluží jinému ekonomickému subjektu (nebo také 3. straně) prostředků a v jaké podobě či formě je tento dluh strukturován (např. bankovní úvěr, závazek za společníkem, závazek z obchodních vztahů atd.). V účetní rozvaze tento údaj nalezneme v pasivech pod skupinou „Cizí zdroje“.

Pro námi zažité nastavení ekonomiky v jejím každodenním fungování je naprosto běžné a žádoucí, aby firmy pro dosažení svých cílů aktivně využívaly dluh / cizí zdroje. Pro jejich efektivní fungování ve více či méně otevřeném trhu je to žádaný typ chování, možná dokonce nezbytnost k průběžnému zvyšování výkonu a udržení konkurenceschopnosti. Bez využití určité části cizího kapitálu může být pro podnik obtížné držet, nebo vylepšovat, svou pozici na vysoce konkurenčním trhu. Vše má ovšem svá omezení. Růčková (2019, str. 67) varuje: „*Nepřichází v úvahu, že by podnik financoval veškerá svá aktiva z vlastního anebo naopak jen z cizího kapitálu.*“ Myšlenku dále rozvádí do detailu, kdy při využití pouze vlastních prostředků nelze dosáhnout lepší výnosnosti a pokud bychom vše financovali z cizích zdrojů. Cizí prostředky a jejich efektivní zapojení sice zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Pokud ale náklady spojené s údržbou takového dluhu výrazně sníží míru dosaženého zisku, začnou toto zhodnocení naopak snižovat. Další z možných problémů, na které můžeme narazit, je obtížnost získání cizích zdrojů z trhu. Z pozice člena investičního výboru fondu pro kvalifikované investory odpovědného za finanční řízení mohu také dodat, že využití pouze cizích zdrojů vede k výraznému růstu nákladů, snižování finálních marží, a především může zvýšit nestabilitu spojenou s finančním plánováním. Značná část kapitálu, který není

vlastní, má totiž také svou splatnost. Tu lze předem pevně určit v čase pouze u cenných papírů s konkrétním datem splatnosti a omezenou možností předčasného prodeje.

Jak vyplývá z výše uvedených informací, je pro výnosnost ekonomiky podniku klíčová struktura kapitálu, ze kterého jsou financovány jeho aktiva. Vyhodnocujeme poměr mezi vlastními a cizími zdroji financování. Kromě výnosů ale optimální struktura přináší i stabilitu. (Růčková, 2019). Pro účely této práce sledujeme následující ukazatele zadluženosti:

a) Celková zadluženost (Total debt Ratio)

$$\text{Total debt ratio} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

(Růčková, 2019, str. 68)

b) Koeficient samofinancování (Shareholder Equity Ratio)

$$\text{Equity Ratio} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

(Růčková, 2019, str. 68)

c) Finanční páka (Leverage)

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

(Marinič, 2014, str. 83)

d) Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned, TIE)

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

(Vochozka, 2011, str. 44)

2.4 Ukazatele aktivity

Závěrem se také budeme věnovat ukazatelům měřících aktivitu podniku. Ty konkrétně vyjadřují a specifikují schopnost podniku efektivně využívat majetek vázaný v jednotlivých druzích aktiv a s danou strukturou pasiv (Růčková, 2019). Tyto ukazatele mají dvě podoby. První zkoumá dobu obratu aktiv společnosti. Druhá se zaměřuje na počet obrátů v čase (zpravidla jedno účetní období). Počtem se rozumí kolikrát k obratu dojde v jednom roce a doba pak počet dní (Vochozka, 2011). Tyto ukazatele nám doplňují otázky k předešlým poměrovým ukazatelům, které jsou zmíněny v kapitole výše. Zajímá nás jejich vliv na hospodaření, výkonnost a likviditu (Růčková, 2019). Těmito ukazateli jsou především:

a) *Obrat celkových aktiv*

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}}$$

(Vochozka, 2011, str. 43)

b) *Obrat dlouhodobého majetku*

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Výnosy}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

(Vochozka, 2011, str. 43)

c) *Vázanost zásob*

$$\text{Vázanost zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Výnosy}}$$

(Vochozka, 2011, str. 43)

Jsou i další ukazatele aktivity, ale vzhledem k tomu, že v této práci zkoumáme společnost z ekonomického segmentu Real Estate, které se specializují na držení dlouhodobého majetku, některé další ukazatele aktivity nemá smysl uvádět. Např. doba obratu zásob či pohledávek. Tyto společnosti operují s minimálním množstvím

zásob, protože nic nevyrábějí. Některé ze zkoumaných firem účtují o nedokončených stavbách. Development je ovšem pouze menšinovým doplňkem jejich zaměření, jak bude popsáno v této práci. Pohledávky nejsou tolik důležité proto, že struktura je rozvětvená převážně uvnitř obchodních skupiny. Pohledávky jsou součástí interní mapy financování a spadají pod přímý finanční management každé společnosti. Nejsou tedy ovlivněny trhem a nijak nemění bilanční sumu aktiv konsolidovaných skupin.

2.5 Zdroje dat

V předchozích kapitolách jsme definovali a podrobněji popsali různé poměrové ukazatele. Tyto vybrané veličiny v této práci následně použijeme ke sledování a popisu ekonomické kondice celkem tří společností, které tvoří konsolidované celky v podobě investičních.

Všechny ukazatele mají jeden společný jmenovatel. Ať už se jedná o poměrové veličiny závislé na výnosech podniku, nebo těch odvislých od dluhů. Všechny údaje k jejich určení najdeme v účetních výkazech posuzovaných firem.

Nejprve je ale nutné tyto klíčové informace získat. V současné době je poměrně snadné se k těmto podrobným údajům o účetnictví podniku dostat. Společnosti, jakožto účetní jednotky, mají povinnost zveřejňovat účetní závěrku podle §21a Zákona o účetnictví v předepsaném rozsahu a termínech. Pokud podnik navíc obchoduje cenné papíry na regulovaném trhu, anebo tvoří konsolidační celek, musí mít informační povinnosti rozšířenou o informace v Hlava I část devátá, resp. Hlava II část jedenáctá Zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Díky dostupnému internetu a zákonné povinnosti tyto informace zveřejňovat v dnešní době není obtížné všechny potřebné informace získat. Všechny informace pocházejí z ověřených a zabezpečených zdrojů.

V této práci čerpané údaje pochází především z následujících zdrojů:

- Výroční zpráva společnosti
- Rozvaha
- Výkaz zisku a ztráty
- Výkaz cash flow
- Příloha k účetní závěrce
- Databáze Veřejný rejstřík a Sběrka listin
- Internetové stránky společnosti

a) Výroční zpráva společnosti

Výroční zprávy sestavuje podnik, pokud mu takovou povinnost udává platná legislativa. V České republice se toto pravidlo vztahuje na všechny účetní jednotky, které musí mít svou účetní závěrku ověřenou auditem podle § 20 odst. 1 písm. a) až d) Zákona o účetnictví. Rozsah sestavení dokumentu je dále určován podle § 21 Zákona o účetnictví, přičemž účetní závěrka se sestavuje na základě § 18 Zákona o účetnictví.

Obecný cíl výroční zprávy je na jednom místě informovat o všech podstatných výsledcích, kterých podnik v minulém účetním období dosáhnul. To se týká nejen finančních, ale také nefinančních výsledků. Vše přehledně tak, aby si čtenář zprávy dokázal udělat obrázek o celkovém hospodaření podniku.

Obsah tohoto dokumentu je pevně daný podle § 21 Zákona o účetnictví. Stanovuje alespoň minimální rozsah sestavení výroční zprávy. Všechny společnosti se podle zmíněné legislativy musí řídit. Většina podniků dále tuto povinnost přeměňuje také v užitek tím, že tvorbu výroční zprávy spojuje s marketingem. Vytváří se tím obsahově bohaté a velmi podrobné dokumenty o stavu hospodaření dané společnosti. O jejím okolí, ve kterém podniká. A nezřídka obchodní ředitelé popisují

vize směřování společnosti do budoucna. Takové zprávy slouží nejen ke splnění zákonné povinnosti, ale zároveň k pozitivní prezentaci firmy pro širokou veřejnost (nejen odbornou). V moderním pojetí některé obchodní společnosti do sestavení této zprávy investují nemalé prostředky. Snaží se tím zaujmout potenciální obchodní partnery, nebo věřitele a akcionáře v případě, že společnost veřejně nabízí k obchodování své cenné papíry (ať už se jedná o akcie či obligace).

Minimální rozsah výroční zprávy obchodní společnosti představují následující body:

- Účetní závěrka (Rozvaha, Výkaz zisku a ztráty, Přehled peněžních toků, Přehled o změnách vlastního kapitálu, Přílohy)
- Významné skutečnosti, které nastaly po rozvahovém dni
- Předpokládaný vývoj společnosti
- Informace o aktivitách v oblasti výzkumu a vývoje
- Informace o nabytí vlastních akcií nebo podílů
- Aktivity v oblasti ochrany životního prostředí
- Výčet poboček podniku v zahraničí (pokud takové má)
- Informace vyžadované dle zvláštních předpisů

I v minimálním rozsahu je výroční zpráva poměrně obsáhlý dokument. Nicméně zprávy obchodních společností, kterým se v této práci budeme od 3. kapitoly dále věnovat, jsou mnohem objemnější. Jak je již zmíněno o několik odstavců výše, firmy, které dbají na pozitivní PR (Public Relations) a investují do této aktivity, výroční zprávu z pohledu marketingu vnímají jako velmi cenný dokument. Mohou zde prezentovat mimo jiné své nefinanční aktivity.

Ve výročních zprávách zkoumaných firem je kromě důležitých účetních výkazů k nalezené taktéž manažerský komentář, který shrnuje aktivitu podniku v minulém období. Komentuje dosažené výsledky. Zpravidla oslavuje úspěchy a pouze zběžně komentuje i případné nezdary. Tento komentář může být důležitý k porozumění kontextu dění uvnitř společnosti. Pokud se např. některý poměrový ukazatel

nenachází v žádaném rozpětí hodnot, nebo má jeho trend klesající tendenci, v komentářích výroční zprávy můžeme často najít důvod takového vývoje. V případě realitních holdingů může docházet k přesunům majetku uvnitř skupiny, nebo k objemově nákladným investicím. Kromě stavu minulého se komentáře týkají i vizí podniku a jeho směřování v budoucím období. To je zároveň i jeden z povinných bodů obsahu výroční zprávy daný legislativou.

Výroční zprávu podniku lze obvykle získat z několika zdrojů. Pokud je společnost tuto zprávu povinna sestavovat, je také povinna jí zveřejňovat. Obvykle je ke stažení z internetových stránek Databáze veřejný rejstřík a sbírka listin (více pod bodem „f“). Pokud podnik v minulosti vydal dluhové cenné papíry, je povinen výroční zprávu umístit na své webové stránky a webový odkaz vložit do prospektu cenného papíru. Podobně pak i v případě veřejného obchodování akcií společnosti na burze. Přičemž pokud má firma umístěné své cenné papíry na regulovaném trhu, musí také zveřejňovat Pololetní zprávu podle náležitostí uvedených v §119 zákona č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu.

b) Rozvaha

Rozvaha je klíčový zdroj informací při posuzování stavu hospodaření podniku a součástí účetní závěrky. Naprostá většina výpočtů stanovujících poměrové ukazatele nachází své hodnoty právě v tomto dokumentu, který firma musí pravidelně sestavovat. Tento účetní výkaz zobrazuje veškerý majetek společnosti k určitému datu. Sestavuje se především ke konci kalendářního roku (31.12.), ale za různými účely ji podniky sestavují i častěji. Realitní společnosti a holdingy, které v této práci budeme v praktické části analyzovat, jí mohou sestavovat i mimořádně. Na účetní rozvahu se totiž váže řada dalších procesů a aktivit. Jedním z nich je např. ocenění aktiv, se kterými daná firma hospodaří. Pokud je díky tržnímu vývoji hodnota rostoucí, společnosti o tom chtějí informovat častěji než pouze 1x ročně. Podobně jako u výroční zprávy je využíván i marketingový potenciál plynoucí z informací z rozvahy. Rozvaha je výstupem účetního informačního systému, který společnost využívá. Větší podniky mívají systém vytvořený na míru, dle svých

potřeb. Komunikace výstupů z účetní závěrky, jejichž je rozvaha důležitou součástí, je díky využití technologií efektivnější napříč podniky, kde spolu musí spolupracovat více středisek.

Rozvaha na jednom místě přehledně ukazuje majetek, který podnik spravuje na straně aktiv. Na straně pasiv pak udává, z jakých zdrojů bylo pořízení majetku financováno. Jedná se o statickou hodnotu (Růčková, 2019) z minulosti. Nereflektuje současnost. Na to je třeba brát zřetel při další analýze. Je proto vhodné pracovat s časovou posloupností a vyhodnocovat trendy v hospodaření podniku. Důležitou vlastností v rozvaze je tzv. princip bilanční rovnosti (Vochozka, 2011), kdy aktiva na jedné straně se vždy rovnají pasivům na straně druhé.

Růčková (2019) dále třídí údaje v rozvaze do tří skupin. První skupinou je majetkové rozložení společnosti. Druhá skupina se zaměřuje na původ prostředků, zda se jedná o cizí nebo vlastní zdroje. Třetí skupina pak zobrazuje informace o finanční situaci firmy. V první skupině se díváme na majetek neboli aktiva podniku. Základní rozdělení je na „Stálá aktiva“ a „Oběžná aktiva“. Na základě údajů z rozvahy tedy můžeme určit majetkovou strukturu firmy. Ve druhé skupině jsou zobrazena pasiva podniku. Rozlišujeme je na „Vlastní kapitál“ a „Cizí zdroje“. Kombinace majetku a původu financování je unikátní pro každou společnost a napovídá nám na povrchu mnohé o možném stavu hospodaření podniku. Třetí skupina pak zobrazuje zisk, kterého společnost dosáhla v minulých obdobích, za které byla rozvaha sestavena.

c) Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty je podobně důležitý účetní výkaz jako rozvaha a stejně tak je součástí účetní závěrky. Stejně jako rozvaha bývá výstupem firemního informačního systému. Pokládá proti sobě výnosové a nákladové účty. Výsledkem této sumarizace je pak zjištění, zda podnik v daném období, pro které byl tento výkaz sestaven, dosáhl zisku nebo ztráty. (Marinič, 2014)

Vochozka (2011) dále upozorňuje na fakt, že se nejedná o sled příjmů a výdajů (to zobrazuje výkaz cash flow viz bod „d“), ale o přehled výnosů a nákladů. Rozdíl mezi těmito údaji je v tom, že výnos i náklad se evidují v účetnictví a není nutné, aby došlo k jejich inkasu, popřípadě platbě. Náklady navíc nemusí vždy souviset s účetním obdobím, pro které je výkaz zisku a ztráty sestaven.

Celkový výsledek hospodaření vyplývá ze součtu jednotlivých dílčích výsledků hospodaření. Posuzujeme, jak se jednotlivé položky podílejí na celkové sumě. Jak moc celkový výsledek ovlivňují a zda se jedná o pozitivní, nebo negativní efekt. Kromě rozvahy je tak patrné, proč je i výkaz zisku a ztráty jedním ze základních kritérií posouzení úspěšnosti podnikání analyzované firmy. Marinič (2014)

Velmi podstatný (možná i nejvíce) je výsledek hospodaření z provozní činnosti podniku. Jeho výsledek zobrazuje úspěch či neúspěch provozu, tedy hlavní činnosti podnikání dané firmy (Růčková, 2019). Vždy ovšem záleží, jakou společnost podrobujeme analýze. Pokud se totiž jedná např. o firmu, která generuje své ekonomické zisky skrze obchodní podíly a majetkové účasti v jiných (přidružených nebo dceřiných) společnostech, její výnosy se v provozní části účetnictví nezobrazí. Taková firma bude mít své výnosové položky v části finančních operací.

Jak z textu výše vyplývá, výkaz zisku a ztráty zobrazuje tokové veličiny jimiž náklady a výnosy jsou. Na rozdíl, od rozvahy, která informuje o statických veličinách v konkrétní čas, výkaz zisku a ztráty sleduje pohyby za celé účetní období. Jak uvádí také Růčková (2019), jedná se o přehled výsledkových operací za pozorovaný interval.

d) Výkaz cash flow

Dalším důležitým účetním výkazem pro finanční analýzu je výkaz cash flow, neboli výkaz o přehledu peněžních toků. Ten je stejně jako výše uvedená rozvaha a výkaz zisku a ztráty součástí podnikové účetní závěrky. Stejně, jako u předchozích

účetních výkazů, i tento dokument je výstupem interního nebo externího účetního informačního systému.

Přehled peněžních toků zobrazuje sled příjmů a výdajů podniku za určité období. Pohyb majetku společnosti. Ukazuje nám tak všechny změny hotovosti v majetku (výdaje) a majetek v hotovost (příjmy) včetně nárůstu těchto aktiv (nebo jejich úbytku) (Marinič, 2014).

Na první pohled je tak podobný výkazu zisku a ztráty. Sleduje totiž také tokové veličiny účetnictví firmy. Ovšem na rozdíl od výnosů a nákladů, sledovaných ve výkazu zisku a ztráty, příjmy a výdaje zobrazují reálné peněžní toky. Výsledkem je tak skutečně dosažená suma hotovosti na konci konkrétního intervalu. Vochozka (2011) uvádí, že výkaz o cash flow je mimo jiné používán k určení likvidity podniku. Hotovost, kterou tento výkaz sleduje, je součástí oběžných aktiv, které se při některých výpočtech stupňů likvidity využívají. Zároveň je zde patrné propojení mezi jednotlivými účetními výkazy. Každá majetková operace, na jejímž základě proběhne příjem nebo výdej hotovosti, se kromě výkazu cash flow projeví také v rozvaze a výkazu zisku a ztráty. (Marinič, 2014)

Metody sestavení výkazu o peněžních tocích jsou buď přímá, nebo nepřímá. V České republice se běžně v praxi volí metoda nepřímá. Na základě nepřímé metody sestavení dělíme peněžní toky do struktury podle jednotlivých aktivit podniku. Rozlišuje se tak cash flow z běžné (provozní) činnosti, z investiční činnosti, a z finanční činnosti podniku. (Marinič 2014)

e) Příloha k účetní závěrce

Jedná se o dokument, který je součástí pravidelné účetní závěrky podobně jako výše uvedené výkazy o rozvaze, výkazu zisku a ztráty a stavu peněžních toků. Obsahuje ovšem více formální informace o společnosti a doplňující informace k oběma účetním výkazům. Obsah je definován zákonem o účetnictví, především § 7 odstavec 3 až 5 a § 19 odstavec 5 a 6.

V dokumentu tak nalezneme informace o účetních metodách použitých při sestavení účetní závěrky. Dále je to způsob oceňování majetku společnosti, předmět podnikání a všechny činnosti. Jmenují účetní výsledek hospodaření za minulé období. To je užitečné, pokud údaj hledáme. Nemusíme listovat ve výkazu zisků a ztrát. Uvádí se zde informace o finanční situaci podniku a také o stavu účtů v podrozvahové knize. Příloha k účetní závěrce ale může být velmi užitečná z toho důvodu, že má povinnost informovat o významných událostech, které nastaly mezi rozvahovým dnem a okamžikem sestavení účetní závěrky. Důsledky a ekonomické dopady jsou uvedeny právě v příloze účetní závěrky.

V příloze k účetní závěrce jsou dále vedeny podrobné změny všech částí podnikového majetku v meziročním srovnání. Společnosti, které vydávají v rozsahu plnou výroční zprávu, tyto statistické informace více rozvíjejí a ke změnách přiřazují konkrétní transakce v minulém období, které takovou změnu zapříčinily.

Při posuzování podniku se nejprve věnujeme studiu právě tohoto dokumentu. Rozsah bývá věcný a rychle tak zjistíme podstatné údaje o stavu firemního hospodaření ještě před podrobným zkoumáním samotné účetní závěrky a jejích výkazů. Z hlediska srovnávání výkonnosti společností na základě velikosti spravovaného majetku je důležitý údaj o použité metodě oceňování aktiv. Je žádoucí, aby porovnávané firmy oceňovaly svůj majetek stejnou metodou. V případě, že se v tomto ohledu liší, může dojít ke zkreslení výsledků. Ke zkreslení ovšem může dojít i při použití stejné metody, pokud ocenění vypracovaly různé subjekty. Např. při volbě oceňování metodou diskontovaného cash flow a stanovení budoucí hodnoty je podstatné, s jakým diskontem oceňovatel pracuje. V případě, že se aktiva ocení s vyšším diskontem, než je v daném segmentu ekonomiky běžné, bude majetek firmy ve srovnání s konkurencí podhodnocen nebo nadhodnocen.

f) Databáze veřejný rejstřík a sbírka listin

Tato databáze je pro účely získávání informací o konkrétním podniku pravděpodobně nejdůležitější. Přehledně a na jednom místě lze získat mnoho podstatných údajů o společnosti. Kromě názvu, identifikačního čísla, místa a oboru podnikání jsou zde i veškeré účetní výkazy za minulá účetní období. To vše online, dostupné široké veřejnosti.

V této práci zkoumáme pouze společnosti, které plní svou zákonnou povinnost a pravidelně na tento web veřejné správy svou účetní závěrku nahrávají. Veřejný obchodní rejstřík je tak pro účely této práce využit především pro ověření správnosti informací převzatých z jednotlivých výročních zpráv tří vybraných podniků.

g) Internetové stránky společnosti

Tento zdroj informací uvádíme sice jako poslední, avšak je neméně důležitý. Najdeme zde celou řadu užitečných informací o provozu společnosti. V případě realitních holdingů nás zajímají projekty, které realizují spolu s jejich základními ekonomickými ukazateli. Pokud je daná firma zároveň emitentem cenných papírů (především obligací), musí mít také zveřejněný základní prospekt k vydaným cenným papírům a dokumenty k jednotlivým vydaným emisím takového cenného papíru.

Informace dostupné z webových stránek společností doplňují celkový informační obraz. Dodávají hmatatelný a konkrétní podklad pro číselné údaje z účetní závěrky a pro textové údaje z přílohy k účetní závěrce a článkům z objemných výročních zpráv. V dnešní době je zároveň úroveň obsahu webových stránek do jisté míry zrcadlem společnosti. Presentace co nejvíce informací je pro investory velmi důležitá a může částečně vypovídat o kvalitě řízení podniku. Naopak skromný obsah informací může poukazovat na menší transparentnost podnikání.

3 Měření a analýza výkonu firmy

V předchozí kapitole jsme se snažili co možná nejlépe a nejpřesněji vymezit, jaké informace o společnosti nás budou nejvíce zajímat. Jaké údaje chceme měřit, a odkud informace k měření nezbytné získáme. Uzavřeli jsme tak pomyslnou teoretickou část tématu a nyní načneme praktickou část této diplomové práce, která představuje samotné měření poměrových ukazatelů u konkrétního podniku a vyhodnocení takto získaných dat. Zároveň provedeme měření i u dalších společnostech a následně porovnáme všechny naměřené údaje, ke kterým dospějeme. Výsledky těchto měření nám následně mohou napovědět, v jaké finanční kondici se vybraná společnost nachází. Zda je ekonomicky stabilní a prosperuje, nebo jestli prochází těžkým obdobím, které může skončit až samotným úpadkem firmy. To vše bude měřeno za pět po sobě jdoucích účetních obdobích.

Hned ze začátku je důležité zmínit, že v této práci měříme a analyzujeme poměrové indikátory popsané v kapitole 2. pro společnosti ze stejného odvětví. Pokud bychom srovnávali firmy z různých odvětví, mohlo by dojít ke zkreslení údajů a následně i závěrů. Různá odvětví potřebují pro efektivní fungování a získávání ekonomické hodnoty jiná množství zdrojů a kapitálu v jiných podobách. Např. ve výrobním sektoru společnosti spotřebovávají velké množství zdrojů, a tedy i kapitálu pro zajištění produkce. To vše navíc ve velmi krátkém časovém období. Zatímco kupříkladu v sektoru služeb firmy tak velká množství zdrojů nespotebují, nebo se typově jedná o jiné formy zdrojů. Z tohoto důvodu vycházejí ukazatele pro jiná odvětví odlišně a nelze je spolehlivě porovnávat mezi sebou.

3.1 Volba modelu měření a analýzy výkonu

Zbývá dořešit otázku jakým způsobem budeme výkonnost podniku měřit. Ekonomickou výkonnost společnosti určíme využitím dvou zaběhlých modelů, které pro svůj výstup potřebují výpočty hodnot poměrových ukazatelů, kterým jsme se věnovali popisem v předchozí kapitole. Jedná se o Bonitní model, a Bankrotní model. Oba modely jsou běžně používány a poskytují dostatečně relevantní a srozumitelné

výstupy. Oba přístupy jsou v logice výpočtu do jisté míry odlišné. Zatímco bonitní model zkoumá schopnost podniku splácet svoje závazky a uspokojovat tím věřitele, bankrotní model zajímá, zda je podnik ohrožen úpadkem či dokonce samotným bankrotem v budoucím období. Přestože jsou oba typy modelů mírně jiné, oba sledují ekonomické zdraví podniku. Je zde předpoklad, že kombinované informace získané z výstupů obou modelů budou interpretačně zajímavé. Především proto, že oba modely pracují s odlišným výběrem poměrových ukazatelů. Oba modely obsahují ukazatel ROA (rentabilita celkového kapitálu) a oba modely mu dávají největší váhu ve výpočtu. Ostatní ukazatele už se ale v přístupu analýzy liší.

Jako doplněk výsledků plynoucích z použitých modelů také zjistíme některé další vybrané poměrové ukazatele. Budou to především hodnoty zaměřené na sledování vývoje vlastního kapitálu a jeho využití. Dále na míru zadluženosti společnosti a její schopnost splácet své závazky. Zároveň vybrané podniky porovnáme z hlediska výše spravovaných aktiv a jejich vývoj v čase. Doplnkové poměrové ukazatele jsou tyto:

- Vývoj aktiv
- Celková zadluženost
- Koeficient samofinancování
- Hotovostní likvidita
- Finanční páka
- ROE (Rentabilita vlastního kapitálu)
- Obrat dlouhodobého majetku

Při kombinaci všech spočtených hodnot a informací z výročních zpráv podniků se pokusíme určit v jaké je každá analyzovaná společnost ekonomické kondici a jaký lze očekávat vývoj do budoucna.

3.1.1 Bonitní model (Index bonity)

Aplikovaný bonitní model je Index bonity. Ten se zaměřuje na šest poměrových ukazatelů. Čtyři z těchto ukazatelů jsou uvedeny ve 2. kapitole této práce. Ty jsou doplněny o další dva poměrové ukazatele, které jsou použity výhradně pro účely výpočtu tohoto vybraného modelu. Model pracuje s těmito poměrovými ukazateli:

- Rentabilita aktiv
- Rentabilita tržeb
- Obrat aktiv
- Proporce cash flow a cizích zdrojů
- Vázanost zásob
- Proporce aktiv a cizích zdrojů

Tyto vzorce dávají základ definované rovnice tohoto modelu. V ní je jednotlivým ukazatelům přiřazena důležitost neměnným koeficientem. Součiny poměrových ukazatelů a fixních koeficientů se sčítají. Výsledná hodnota se porovnává s tabulkou, ve které je uvedena škála hodnocení Indexu bonity.

▪ ROVNICE MODELU

$$IB = 1,5 * \frac{Cash\ flow}{Cizí\ zdroje} + 0,08 * \frac{Aktiva}{Cizí\ zdroje} + 10 * \frac{Zisk}{Aktiva} + 5 * \frac{Zisk}{Výnosy} + 0,3 * \frac{Zásoby}{Výnosy} + 0,1 * \frac{Výnosy}{Aktiva}$$

Rovnice Index bonity (Vochozka, 2011, str. 95)

▪ BODOVÁ ŠKÁLA HODNOCENÍ MODELU

Výsledek	Hodnocení	Stav podniku
$IB \in (-\infty ; -2)$	extrémně špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in <-2; -1)$	velmi špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in <-1; 0)$	špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in <0; 1)$	problematická ekonomická situace	bonitní podnik
$IB \in <1; 2)$	dobrá ekonomická situace	bonitní podnik
$IB \in <2; 3)$	velmi dobrá ekonomická situace	bonitní podnik
$IB \in <3; \infty)$	extrémně dobrá ekonomická situace	bonitní podnik

Tabulka 1. Hodnocení Index bonity (Zdroj: vlastní zpracování, převzato z: Vochozka, 2011, str. 96)

3.1.2 Bankrotní model (Index IN05)

Jako bankrotní model byl zvolen výpočet za pomoci Indexu IN. Konkrétně poslední známá varianta tohoto modelu IN05. Nespornou výhodou modelu je fakt, že autoři jsou čeští ekonomové Inka a Ivan Neumaierovi. Výhodou proto, že je od počátku postaven na české prostředí a na něm působící společnosti. Nemusely se upravovat vzorce mezinárodních modelů apod. Nic se tím nemění na komplexnosti modelu. Aplikace na české prostředí neznamená zjednodušení výpočtu. Jak uvádí Vochozka (2011) „Výpočet různých variant indexu IN vyžaduje různá vstupní data.“

Bankrotní model IN05 pracuje s pěti poměrovými ukazateli, z nichž jsou čtyři jmenovány v kapitole popisující tyto veličiny a jsou doplněny o jeden, který je konkrétně použit pro účel tohoto modelu. Jedná se o:

- Úrokové krytí
- Rentabilita aktiv
- Obrat aktiv
- Běžná likvidita
- Proporce aktiv a cizích zdrojů

Rovnice, určená výzkumem autorů, sčítá součiny poměrových ukazatelů a fixních koeficientů. Koeficienty přiřazují jednotlivým hodnotám důležitost v modelu. Výsledky jsou stejně jako u bonitního modelu pokládány na bodovou škálu hodnotící ekonomický stav analyzované společnosti.

- ROVNICE MODELU

$$IN05 = 0,13 * \frac{Aktiva}{Cizí\ zdroje} + 0,04 * \frac{Zisk}{Nákladové\ úroky} + 3,97 * \frac{Zisk}{Aktiva} + 0,21 * \frac{Výnosy}{Aktiva} + 0,09 * \frac{Oběžná\ aktiva}{Kr.\ cizí\ kapitál}$$

Rovnice Index IN05 (Zdroj: Vochozka, 2011, str. 112)

- BODOVÁ ŠKÁLA HODNOCENÍ MODELU

Výsledek	Hodnocení
IN05 \in <1,6; ∞)	bonitní podnik
IN05 \in (0,9; 1,6)	šedá zóna
IN05 \in (- ∞ ; 0,9>	bankrotní podnik

Tabulka 2 Hodnocení Index IN05 (Zdroj: vlastní zpracování, převzato z: Vochozka, 2011, str. 112)

3.2 Výběr společností pro měření a analýzu výkonu

Před samotným výběrem podniků, jejichž ekonomické údaje budeme posuzovat, je nutné zvolit sektor, ve kterém tyto firmy provozují svou činnost. To je důležité pro zachování konzistence dat při srovnání s ostatními společnostmi, které jsou vybrány ze stejného odvětví. Pokud bychom analyzovali společnosti z různých oborů, vystavujeme se riziku, že dosažené výsledky nebudeme schopni spolehlivě porovnat. Vzhledem k tomu, že autorovi této práce je profesně blízké prostředí nemovitostního trhu, jsou vybrány takové společnosti, které v tomto odvětví v České republice vykonávají svou podnikatelskou činnost.

Výsledkem užšího výběru po aplikování popsaného filtru byly vybrány tři níže jmenované podniky:

A. Českomoravská Nemovitostní a.s.

B. DRFG a.s.

C. PASSERINVEST GROUP, a.s.

Všechny čtyři firmy uvádějí jako hlavní zdroj ekonomické činnosti podnikání v sektoru realit, s komerčními nemovitostmi. Především investice, pronájem a správa dlouhodobého majetku nacházejícího se ve své většině na území České republiky, ale v případě některých i s významnou majetkovou účastí v jiných zemích ve střední a východní Evropě. Podobné si společnosti jsou i svou historií. Dojde zde zároveň ke srovnání dvou generací manažerských přístupů. Zatímco společnosti Českomoravská Nemovitostní a.s. a DRFG a.s. byly obě založeny až po roku 2000, společnost PASSERINVEST GROUP, a.s. je aktivní již od devadesátých let minulého století.

Všechny tři společnosti budeme posuzovat na základě výsledků mateřské společnosti. Zkoumáme tedy data poskytnutá v konsolidačních celcích a z konsolidovaných účetních výkazů. Všichni tři vybraní zástupci mají stejnou strukturu podnikání. Mateřská společnost nevlastní žádný, nebo jen malý majetek. Své výsledky dosahují na základě majetkových účastí v dceřiných a přidružených společnostech. Jsou to tedy tzv. holdingové společnosti. Tvar a strukturu organizace znázorníme u analýzy každé jednotlivé společnosti. Tomu odpovídá i obsah jednotlivých účetních závěrek. Klíčové je, že z těchto údajů dokážeme získat data nutná pro konkrétní výpočty v obou modelech a vybraných doplňkových poměrových ukazatelích.

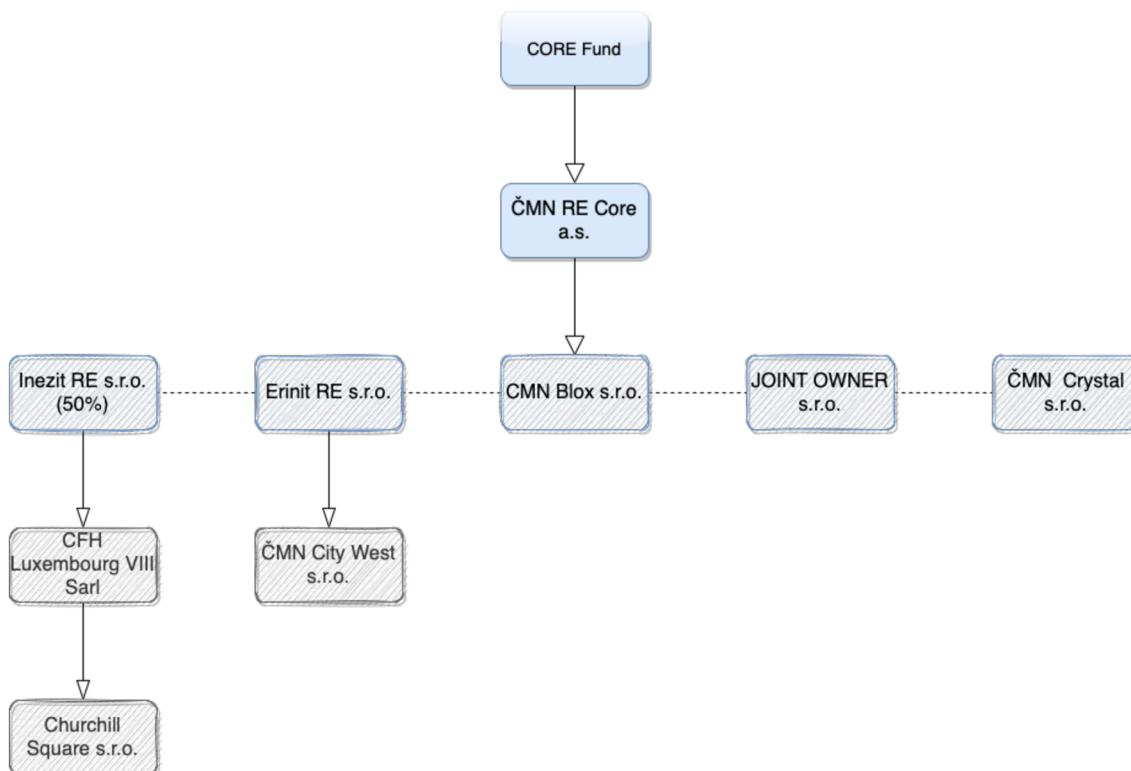
3.3 Českomoravská Nemovitostní a.s.

Jako první referenční hodnota, oproti které budeme výsledky analýz srovnávat, je výkonnost společnosti Českomoravská Nemovitostní a.s. Jedná se o českou realitní společnost s relativně krátkou historií. Založena byla teprve v roce 2016. Specializuje se na nákup a správu komerčních nemovitostí, převážně kancelářských a obchodních prostor, v České republice. Hlavní region působení skupiny, i podle vlastněných nemovitostí, jejichž seznam najdeme ve výroční zprávě (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021), je Praha. Z tohoto úzkého zaměření plyne i formování výnosů, které jsou postaveny na platbách nájemného za pronajímané prostory. Soustředí se na dlouhodobou správu vlastněných nemovitostí, dlouhodobé smlouvy se zákazníky a z nich plynoucí dlouhodobé výnosy. Ke konci roku 2021 tato investiční skupina spravovala majetek ve výši 8 miliard Kč a konsolidovaný výsledek hospodaření skupiny činil 62,2 mil. Kč.

Analýzu provedeme výpočtem bonitního a bankrotního modelu, které jsme si již dříve určili a popsali. Tyto modely dále doplníme o další vybrané poměrové ukazatele zacílené na sledování stavu vlastního kapitálu a míry zadlužení. Analýzu provedeme pro pět po sobě jdoucích účetních období, pro které máme hodnoty z účetních výkazů. Všechny údaje, které budou použity pro výpočty, jsou získány z veřejně dostupných informačních zdrojů.

Pro snahu více porozumět ekonomickým vztahům investiční skupiny, která je číselně zastoupena konsolidovanou účetní závěrkou, je níže zobrazena celá organizační struktura tohoto podnikatelského subjektu. S rozvojem společnosti rostl i celý organigram. Protože ale účelem práce není sledovat tyto změny, je zobrazen pouze poslední známý stav po proběhlém auditu, k 31.12.2021. Cílem zobrazení je poukázat na fakt, že ve struktuře společností s jednou konsolidační entitou je pravděpodobné, že existují ekonomické vazby mezi jednotlivými projektovými společnostmi a mateřským podnikem. Na těchto vazbách je postavena významná část příjmů v podobě např. výnosových úroků z poskytnutých interních zápůjček, nebo z majetkových účastí mateřské společnosti na ostatních dceřiných a

přidružených firmách. Seznam ekonomických subjektů, ve kterých Českomoravská Nemovitostní a.s. vlastní majoritní podíl najdeme ve výroční zpráva společnosti (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021). Nemovitosti, které společnost považuje za klíčové, jsou vlastněny v obchodní struktuře, kdy konečným vlastníkem je fond CORE Fund. Protože je sama společnost považuje za klíčové, organizační struktura se týká jejich správy. Fond CORE Fund má daňovou rezidenci v Lichtenštejnsku. Společnost uvádí (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021), že jediným vlastníkem akcií fondu je právě mateřský podnik Českomoravská Nemovitostní a.s. Přestože hlavní důvod této struktury je uveden jako právní jistota, prozaičtější vysvětlení jsou daňové důvody. Tuto strukturu používá mnoho nadnárodních společností. Dle Zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 19 (1), (3), (5) jsou příjmy daněny ve třetí zemi a v České republice se uplatní osvobození od daně v rámci zamezení dvojího zdanění. Daňová rezidence společnosti CORE Fund je Lichtenštejnsko. jedná se o daňově optimalizovanou strukturu, protože Lichtenštejnsko je jednou ze zemí označovaných jako tzv. daňový ráj. Tedy země, kde je daňová zátěž nižší než ve zbytku zemí, které jsou součástí hospodářské skupiny OECD. Fond je součástí konsolidované účetní závěrky. V konsolidované rozvaze je zastoupen pod položkou „Dlouhodobé cenné papíry“.



Obrázek 1 Organizační struktura Českomoravská nemovitostní 2021 (Zdroj: vlastní zpracování, <https://app.diagrams.net>)

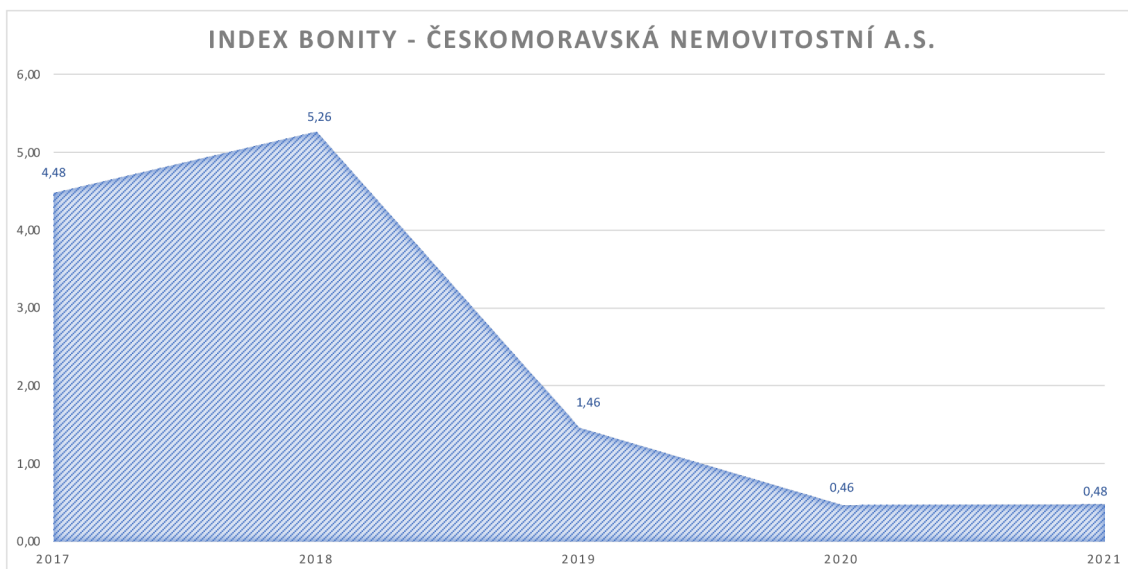
3.3.1 Index bonity

K měření byly použity hodnoty ze zveřejněných konsolidovaných účetních závěrek za roky 2017-2021. Konsolidované účetní závěrky jsou dostupné v plném rozsahu. Vzhledem k oblasti, ve které holding vykonává svou činnost a jak dosahuje svých výkonů, budeme v poli pro tržby vždy dosazovat celkové výnosy. Vzhledem ke struktuře majetku, kdy některé nemovitosti vlastní nepřímo přes projektové společnosti a svou nejvýznamnější část vlastní prostřednictvím investičního mají výnosy zdroj i v jiných částech výkazu zisků a ztrát než pouze v tržbách z prodeje výrobků a služeb. Při zohlednění ostatních výnosových hodnot tak bude docíleno získání přesnějšího pohledu na stav ekonomiky celé skupiny. Výpočtem Indexu bonity jsme dospěli k následujícímu výsledku.

Vzorec	2017	2018	2019	2020	2021
Cash flow / Cizí zdroje	0,00	0,03	0,04	0,04	-0,02
Aktiva / Cizí zdroje	1,18	1,48	1,23	1,18	1,17
Zisk / Aktiva	0,18	0,14	0,04	0,01	0,01
Zisk / Výnosy	0,52	0,75	0,18	0,03	0,05
Zásoby / Výnosy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výnosy / Aktiva	0,34	0,18	0,21	0,29	0,26
Index Bonity	4,48	5,26	1,46	0,46	0,48
Hodnocení	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní

Tabulka 3 Index bonity, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Podle hodnotící tabulky daného modelu podnik vyšel bonitní za každé sledované období. Roky 2017 a 2018 vykázaly dokonce hodnotu pro extrémně dobrou ekonomickou situaci. Tento stav se ovšem neudržel a stav postupně klesal. Rok 2019 znamenal stále dobrou ekonomickou situaci podniku. Dva poslední měřené roky 2020 a 2021 daly základ hodnotám na hranici bonity společnosti. Přestože dle tabulky hodnocení jsou tyto hodnoty stále součástí bonitního úseku bodové škály modelu, představují určitou šedou zónu a naznačují nejednoznačnost ekonomické situace firmy v těchto letech.



Obrázek 2 Trend, Index bonity, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Trend, který představuje obrázek výše, je klesající. Začátek měřeného období znázornil uspokojující stav bonity podniku, která ale postupně klesla. Z vrcholu při

naměřené hodnotě modelu 5,26 bodů z roku 2018 křivka klesla až ke dnu 0,46 bodů z roku 2020. Přičemž hodnota pod 0 bodů znamená dle modelu špatnou ekonomickou situaci v podniku. Největší posun hodnoty nastal mezi roky 2018 a 2019, kdy se bonitní křivka posunula o -3,8 bodů. Mírně pozitivně může působit fakt, že se nadále hodnota modelu nemění směrem dolů. V roce 2021 naměřená hodnota jen velmi mírně vzrostla a může znamenat stabilizaci ve stavu hospodaření podniku.

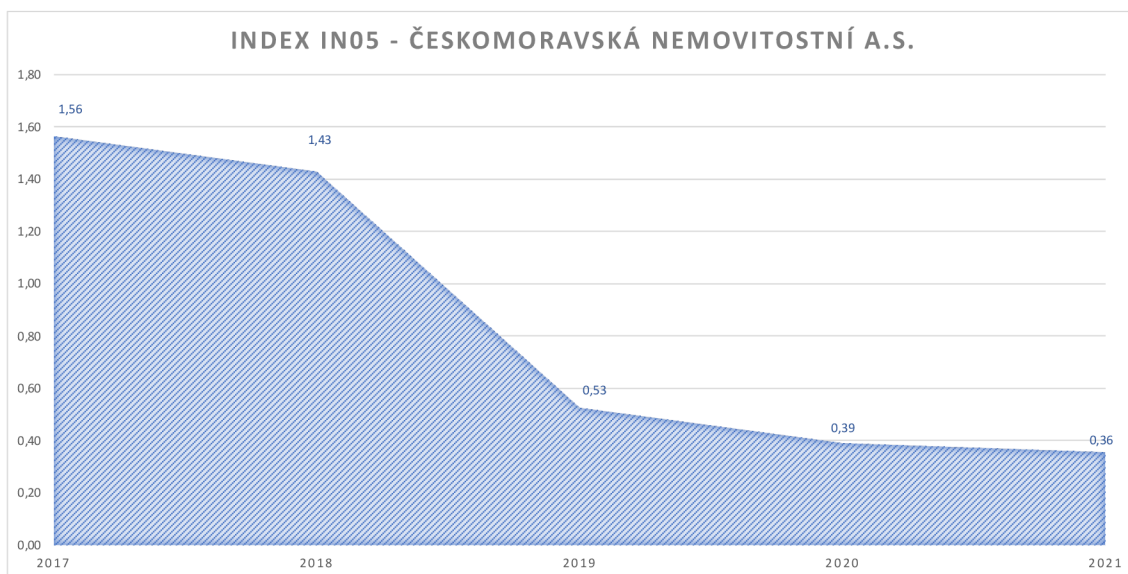
3.3.2 Index IN05

Pro zjištění hodnot bankrotního modelu index IN05 bylo využito stejných hodnot jako u předchozího bonitního modelu Index bonity. I pro výpočet ukazatelů vycházejících z hodnoty „Výnosy“ autor práce použil stejnou logiku určení jako v předchozí kapitole. Předpokladem je dosažení přesnějšího výsledku měření, který zobrazuje aktuální stav ekonomiky podniku. Výsledky výpočtů pro model IN05 jsou uvedeny v tabulce níže.

Vzorec	2017	2018	2019	2020	2021
Aktiva / Cizí zdroje	1,18	1,48	1,23	1,18	1,17
Zisk / Nákladové úroky	9,37	8,79	1,09	0,32	0,38
Zisk / Aktiva	0,18	0,14	0,04	0,01	0,01
Výnosy /Aktiva	0,34	0,18	0,21	0,29	0,26
Oběžná aktiva / Krátkodobý cizí kapitál	2,99	3,43	1,45	1,36	0,92
Index IN05	1,56	1,43	0,53	0,39	0,36
Hodnocení	šedá zóna	šedá zóna	bankrotní	bankrotní	bankrotní

Tabulka 4 Index IN05, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Ekonomický model IN05 na první pohled společnost hodnotí přísněji. Pouze první dvě období byly v oblasti tzv. „šedé zóny“. Tento výsledek představuje stav ekonomiky podniku, kdy nelze jasně tvrdit, že se jedná o bonitní podnik. Stejně tak ale nelze konstatovat, že se jedná o podnik ohrožený úpadkem. Zbylé tři hodnoty už ovšem jasný výsledek mají. Hodnota modelu pro tato období spadá do bodové škály, kde se nachází bankrotní podniky.



Obrázek 3 Trend, Index IN05, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Trend má pro toto měřené období ustavičně klesající tendenci a téměř kopíruje vývoj bonitního modelu. V posledních 3 letech je vývoj relativně stabilní. Nejnižší hodnotu model určil v posledním roce měření, 0,36 bodů. Bankrotní křivka na svůj vrchol dosáhla hned v prvním roce měření, 1,56 bodů. K největšímu pohybu došlo mezi roky 2018 a 2019, kdy křivka klesla o -0,9 bodů.

3.3.3 Shrnutí a interpretace výsledků

Pro měření hodnot obou modelů, a zde i pro interpretaci výsledků, nejvíce využíváme informace z výročních zpráv holdingu. Protože nás nejvíce zajímá stav blízký současnosti, je čerpáno převážně z výroční zprávy za rok 2021. Kromě důležitých komentářů, které mohou určité posuny hodnot vysvětlit a dát jim podklad v realitě, ve zprávě najdeme také kompletní konsolidovanou účetní závěrku včetně komentářů k jednotlivým položkám. Konsolidovaná účetní závěrka je totiž v případě Českomoravské Nemovitostní v plném rozsahu.

Výsledek modelů je protichůdný. Zatímco Index bonity se za všechna měřená období nalézá v bodové škále označující bonitní podniky, bankrotní model IN05 ukázal pro stejná období hodnoty pro tzv. šedou zónu (roky 2017, 2018) a bankrotní podnik (období 2019-2021). Trend vývoje obou křivek je nicméně velmi podobný.

Pohybujeme se tedy uprostřed a nelze jasně konstatovat ekonomickou situaci podniku pouze z výsledků měření těchto modelů. Zaměříme se proto i na další údaje z výroční zprávy a účetní závěrky.

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Celková aktiva (v tis. Kč)	304 350	2 151 564	4 866 594	5 808 158	8 003 749
Změna stavu aktiv (v %)		607%	126%	19%	38%
Celková zadluženost	0,85	0,68	0,81	0,85	0,85
Koeficient samofinancování	0,15	0,32	0,19	0,15	0,15
Hotovostní likvidita	0,96	0,53	0,93	1,14	0,40
Finanční páka	6,54	3,10	5,37	6,66	6,80
ROE	0,88	0,38	0,20	0,07	0,05
Obrat dlouhodobého majetku	0,53	0,24	0,23	0,34	0,30

Tabulka 5 Ostatní poměrové ukazatele, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Začneme u stavu aktiv skupiny za jednotlivé roky. Při prvním pohledu je patrné, že majetek v těchto obdobích neustále rostl. Z roku 2017 vzrostla celková aktiva o neuvěřitelných 607 %. V následujícím roce stále o významných 126 %. Další rok pokračoval růst aktiv o 19 % a nakonec z roku 2020 na 2021 společnost zaznamenala růst o 38 %. Takové, ze začátku velmi razantní, tempo růstu nečekáme u podniku, který by řešil ekonomické problémy. Pouze růst majetku společnosti ale nezaručuje i ekonomický růst.

S růstem aktiv je vždy spojena otázka, jak se vyvíjel stav pasivních účtů. Za jaké zdroje byl majetek pořizován? Při relativně nízkých hodnotách hospodářských výsledků je pravděpodobné, že se menší část pořizovaného majetku financovala vlastními zdroji a vytvořila se nákladová položka. Značná část nových aktiv byla pořízena z cizích zdrojů. To se potvrzuje při pohledu do účetních výkazů rozvahy, kde je patrný nárůst cizích zdrojů v jednotlivých letech.

Původ cizích zdrojů má dva významné zástupce. Velmi úspěšné akumulování peněžních prostředků od investorů prostřednictvím dluhopisových emisí je jedna skupina. Bankovní financování akvizice nemovitostní pak druhá. Jedná se o kvalitní práci managementu společnosti, protože takový scénář byl součástí finančního plánování, jak dokládají jednotlivé výroční zprávy. Již ve výroční zprávě (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2018) se takový scénář plánoval. Celkové zadlužení skupiny se za jednotlivá měřená období významně nemění a nachází se u hodnoty 80 % k vlastnímu kapitálu.

Jak sám situaci komentuje management společnosti se dozvíme ve výroční zprávě (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021). Za měřítko úspěchu považují, vzhledem ke struktuře, hodnotu vlastního kapitálu. Objem vlastního kapitálu neustále rostl spolu s celkovými aktivy. Při poměrovém pohledu a výpočtu tzv. koeficientu samofinancování ale vidíme, že se hodnota vůči celkovým aktivům výrazně nemění a pohybuje se u 15 %. Tedy pouze 15 % celkového majetku společnosti je kryto vlastními zdroji. Stejně tak se neměnila míra využití vlastního kapitálu. Ukazatel finanční páky se pohyboval v průměru blízko hodnoty 6. Z relativně malého zastoupení vlastního kapitálu a velkého poměru cizích prostředků a s nimi spojenými náklady plyne i poměrně nízká míra zhodnocení právě vlastního kapitálu. Ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu) sice dosáhl v prvních třech letech velmi slušných hodnot, ale za roky 2020 a 2021 vykázal zhodnocení pouze o 7, respektive 5 %. Důvod takového poklesu lze hledat právě v nakumulovaných nákladech na správu firemního dluhu.

Méně významné ukazatele, které sledujeme jako potvrzení trendu hospodaření podniku, jsou hotovostní likvidita a v modelech použitá míra úrokového krytí. Obě hodnoty vykazují v průběhu let zhoršení a v posledním roce náznak stabilizace.

Závěrem lze konstatovat, že bonitní a bankrotní model nám nedal jednoznačnou odpověď na otázku ekonomické situace podniku, a to především v posledních 2-3 obdobích provedeného měření. Při analýze poměrových ukazatelů vlastního a

celkového kapitálu nebylo zjištěno výrazné zhoršení nastavené struktury financování aktiv společnosti. Horší hodnoty byly zjištěny při posuzování rentability vlastního kapitálu, krytí nákladových úroků a okamžité likvidity.

3.3.4 Závěrečný výrok

Autor této práce se přiklání k názoru, že **Českomoravská Nemovitostní a.s. je bonitní podnik**. Za měřený úsek významně rostla aktiva skupiny, aniž by se výrazně měnil poměr jejich financování. Kvalitní a promyšlený finanční management potvrzuje i výroční zpráva (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2018), ve které je uvedeno finanční plánování do budoucích let. Vedení firmy se podařilo tento plán naplnit, a dokonce mírně překonat.

Z pohledu investora je firma prosperující. Z pohledu věřitele je mírné varování u hodnoty poměrového ukazatele úrokového krytí, kde došlo ke snížení pod 1. To ovšem může být odůvodněno akviziční činností společnosti, kdy nejkvalitnější (a v bilanční sumě nejobjemnější) nemovitosti byly do majetku holdingu zařazeny právě v posledních dvou letech. Nově pořízený majetek v takovém objemu zatížil hodnotu dosaženého zisku a krátkodobě tak lze obhájit nižší hodnoty těchto ukazatelů. Ty jsou totiž poměrově nejvíce zaměřené na ukazatele pracující s dosaženým výsledkem hospodaření. Toto tvrzení lze podložit informacemi z výroční zprávy (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021), kde jsou vyjmenovány jednotlivé transakce spojené s nemovitostmi a významné nákladové položky s touto aktivitou spojené.

Neméně důležité je také řízení rizik, ke kterému firma aktivně přistupuje. Znak bonity může představovat i v letech rostoucí míra bankovního financování. To vyjadřuje důvěru bankovních institucí, že projekty, které skupina nakupuje, mají zdravě stanovenou ekonomiku. V neposlední řadě je důležité, že společnost vede výroční zprávy v plném rozsahu a poskytuje poměrně velký detail k hospodaření pro širokou veřejnost.

4 Porovnání výsledků měření s hodnotami konkurenčních společností

V předchozí kapitole jsme ohodnotili ekonomické ukazatele společnosti Českomoravská Nemovitostní. a.s. a určili tak pomyslnou referenční hodnotu. Vybrali jsme další tři společnosti podnikající ve stejném odvětví. Cílem této kapitoly je určit ekonomickou kondici těchto společností a postavit tyto výsledky proti hodnotám naměřeným v předchozí části práce. Tímto způsobem můžeme stav ekonomik všech tří podniků ohodnotit také s ohledem na výsledky konkurence na stejném trhu.

Jako zdroj informací budeme používat stejné dokumenty. Nejvíce budeme pracovat s údaji z výroční zprávy a konsolidované účetní závěrky pro měřený úsek let 2017-2021. U každé skupiny zjistíme organizační strukturu, která může zobrazit případný jiný přístup managementu ke správě majetku. Pro každou společnost spočítáme bonitní model Index bonity a bankrotní model IN05. Zaměříme se také na stejné poměrové ukazatele sledující zadluženost společnosti a hodnotící stav, vývoj, a míru využití vlastního kapitálu.

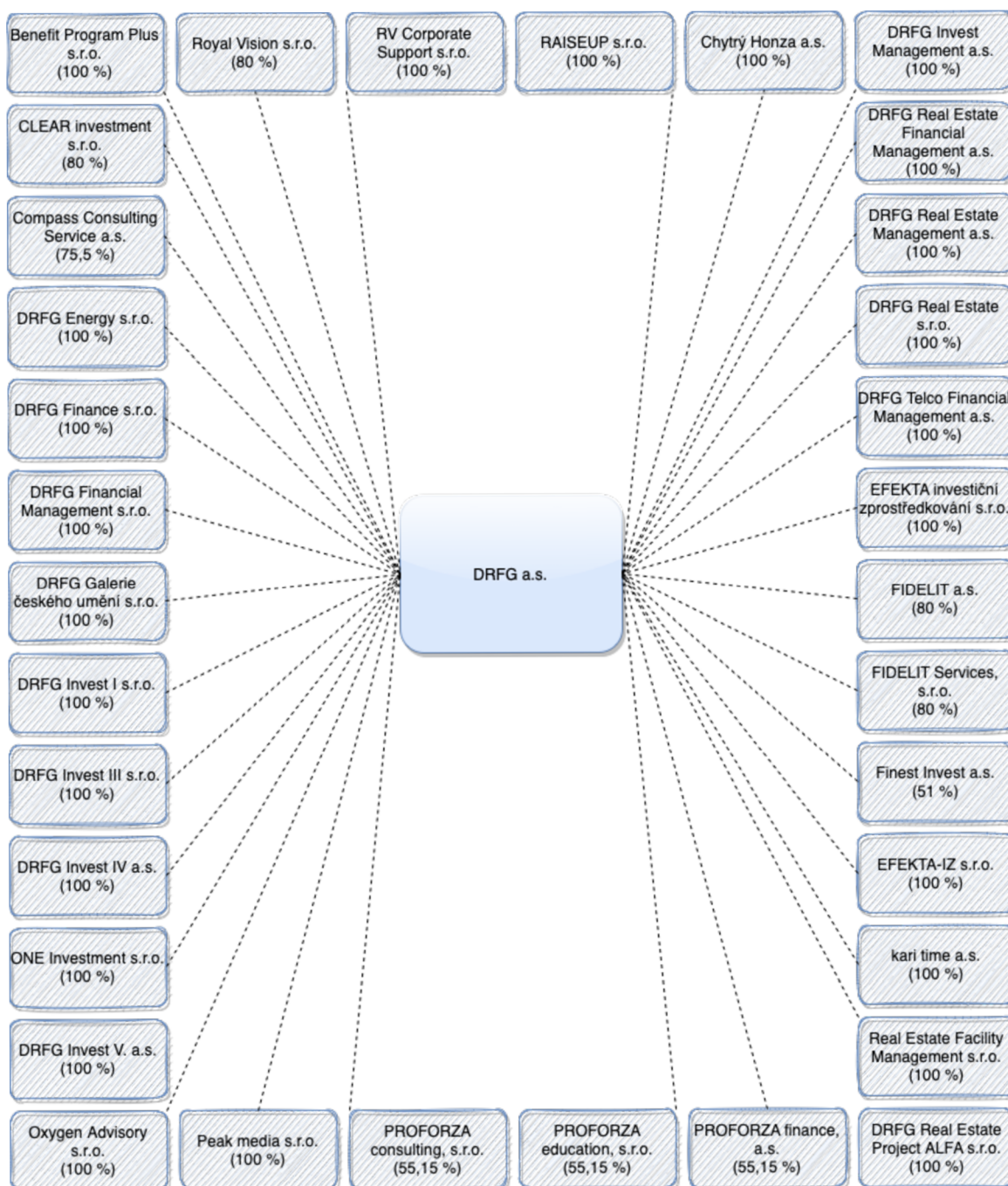
4.1 DRFG a.s.

Společnost DRFG a.s. je český podnik, založený v roce 2007, který jako mateřská společnost zastřešuje skupinu několika dceřiných společností a tvoří investiční holding. Podobně jako Českomoravská Nemovitostní podniká v oblasti nákupů a správy realit se zaměřením na komerční nemovitosti. Vlastněné prostory dále pronajímá. Tato položka představuje významnou většinu příjmů konsolidované skupiny. Kromě nemovitostí v České republice spravuje také objekty v zahraničí, konkrétně v Polsku. Mimo zaměření na nájemní objekty se v oblasti realit v posledních letech její činnost rozšířila ještě o správu nemovitostí rezidenčního nájemního bydlení a v malé míře i o vlastní development. Sektor realit ovšem není jediným pilířem, na kterém investiční skupina DRFG svou činnost staví. Pohybuje se také v sektoru telekomunikací a poskytování finančních služeb. Nicméně pouze

společnosti poskytující finanční služby jsou začleněny do konsolidované skupiny DRFG. Společnost Telco vytvořila vlastní konsolidovaný celek, který v této práci analyzovat nebudeme. Vzhledem k pestřejší struktuře dceřiných podniků a oblastí činností je zajímavý pohled na konsolidovanou účetní závěrku, především část výkaz zisků a ztrát. Oproti holdingu Českomoravská Nemovitostní a.s. generuje mnohem větší objem přímých tržeb v poměru k celkovým aktivům. Dosažené výnosy jsou vyšší také u dlouhodobého finančního majetku, tedy na majetkových podílech ve skupině. Investiční skupina DRFG a.s. obhospodařovala ke konci roku 2020 majetek ve výši 5.36 miliard Kč a konsolidovaný výsledek hospodaření před daní z příjmů byl 386 mil. Kč.

Organizační struktura skupiny DRFG je tvořena dceřinými společnostmi, které představují 34 samostatných celků. Níže je zobrazen celý diagram k 31.12.2020, ze kterého vyplývá, že se opět kapitál zhodnocuje formou investic do majetkových podílů. To má přímý dopad na výši výnosů z majetkových podílů, resp. výnosů z ostatního dlouhodobého finančního majetku. Větší detail ve výroční zprávě bohužel nenajdeme. Pokud máme postupovat analogicky vůči konkurenčním společnostem s podobnou organizační strukturou, můžeme to zdroj těchto výnosů považovat za stejný. Kromě majetkových účastí totiž i skupina DRFG spravuje investiční fond, ze kterého plynou finanční výnosy. Fondy vlastní dokonce tři: Czech Home Capital, a.s., Czech Real Estate Investment Fund (s daňovou rezidencí v Lichtenštejnsku), a Czech Development Fund SICAV, a.s. Celá konsolidace je dle informací z výroční zprávy pro rok 2020 (str. 25) provedena formou přímé konsolidace všech ovládaných společností. Konsolidační rozdíly, které jsou relativně vysoké, např. za rok 2019 byl kladný konsolidační rozdíl 1 miliarda Kč a záporný konsolidační rozdíl -101 milionů Kč, jsou standardní a jedná se o rozdíly mezi pořizovací cenou podílových cenných papírů a vkladů konsolidovaných dceřiných podniků a jejich následným oceněním vyjádřeným reálnou hodnotou k datu účetní závěrky. Tento konsolidační rozdíl je zároveň odepisován formou po dobu 20 let. Velikost kladného rozdílu souvisí s typem činnosti skupiny. Poměrná většina aktiv připadá na dlouhodobý hmotný majetek. Ten drží již několik let a pořizovací ceny jsou z dnešního pohledu poměrně nízké oproti tržnímu ocenění, které nám

v konsolidované rozvaze odráží právě konsolidační rozdíl prostřednictvím podílových účastí řídicí společnosti.



Obrázek 4 Organizační struktura DRFG a.s. 2020 (Zdroj: vlastní zpracování, <https://app.diagrams.net>)

4.1.1 Index bonity

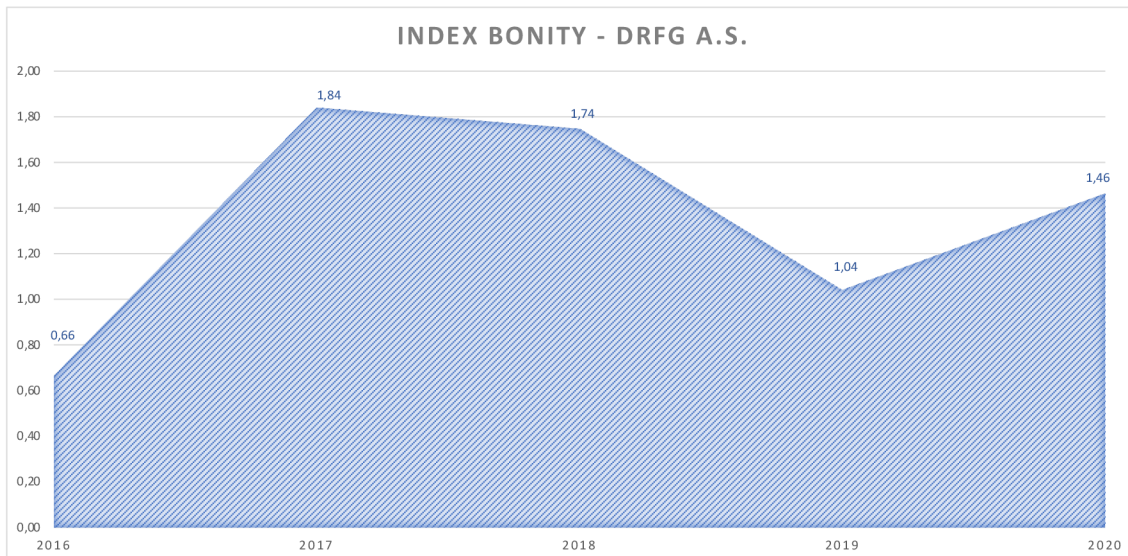
DRFG a.s. je jedinou ze čtyřech vybraných společností, která v době psaní této práce ještě neměla zveřejněnou účetní závěrku za rok 2021. Abychom mohli určit výsledky modelů pro pět po sobě jdoucích období, posunul se měřený úsek na roky 2016-2020.

S použitými informacemi z konsolidovaných účetních výkazů rozvahy a výkazu zisků a ztrát za roky 2016-2020 jsme při výpočtu bonitního modelu Index bonity dospěli k následujícím výsledkům.

Vzorec	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow / Cizí zdroje	0,00	0,04	0,02	0,11	-0,17
Aktiva / Cizí zdroje	1,27	1,33	1,26	1,20	1,13
Zisk / Aktiva	0,02	0,07	0,08	0,04	0,07
Zisk / Výnosy	0,06	0,17	0,15	0,06	0,17
Zásoby / Výnosy	0,08	0,08	0,08	0,08	0,03
Výnosy /Aktiva	0,39	0,42	0,52	0,65	0,42
Index Bonity	0,66	1,84	1,74	1,04	1,46
Hodnocení	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní

Tabulka 6 Index bonity, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Modelem jsme zjistili, že za všechny měřená období se výsledek nachází v části určující bonitu podniku. Hodnoty jsou ve čtyřech obdobích vyšší než 1 a dle hodnotící škály modelu to znamená, že v podniku panuje dobrá ekonomická situace. Pouze v jednom případě, v prvním období měření roku 2016 byla hodnota nižší než 1. Přestože tento údaj stále spadá do úseku bonitních podniku naznačuje, že určení bonity není jednoznačné. Dva poměrové ukazatele, které mají v modelu největší váhu (rentabilita aktiv a rentabilita tržeb) dosahují nižších hodnot pod 10 %, ale ostatní ukazatele se ukázaly být dostatečně vyvážené a celkový výsledek se tak pohybuje na výše zobrazených hodnotách. Zároveň se jedná o poměrně stabilní vývoj bez větších výkyvů.



Obrázek 5 Trend, Index bonity, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Jak zobrazuje bonitní křivka výše, nejvyšší hodnoty konsolidovaná skupina DRFG a.s. dosáhla v roce 2017, 1,78 bodů. Nejnižší pak v roce 2019, 1,04 bodů. Tato hodnota se nachází blízko zlomové bodu, pod kterým se již nachází dříve zmíněná šedá zóna, kdy je sice podnik stále hodnocený jako bonitní, ale naznačuje již možnou problematickou situaci. Zároveň se jedná o největší pohyb ve sledovaném období, kdy z roku 2018 křivka klesla o -0,7 bodů. V roce 2020 však hodnota modelu opět stoupla na 1,46 bodů a nacházela se tak téměř uprostřed škály daného hodnocení.

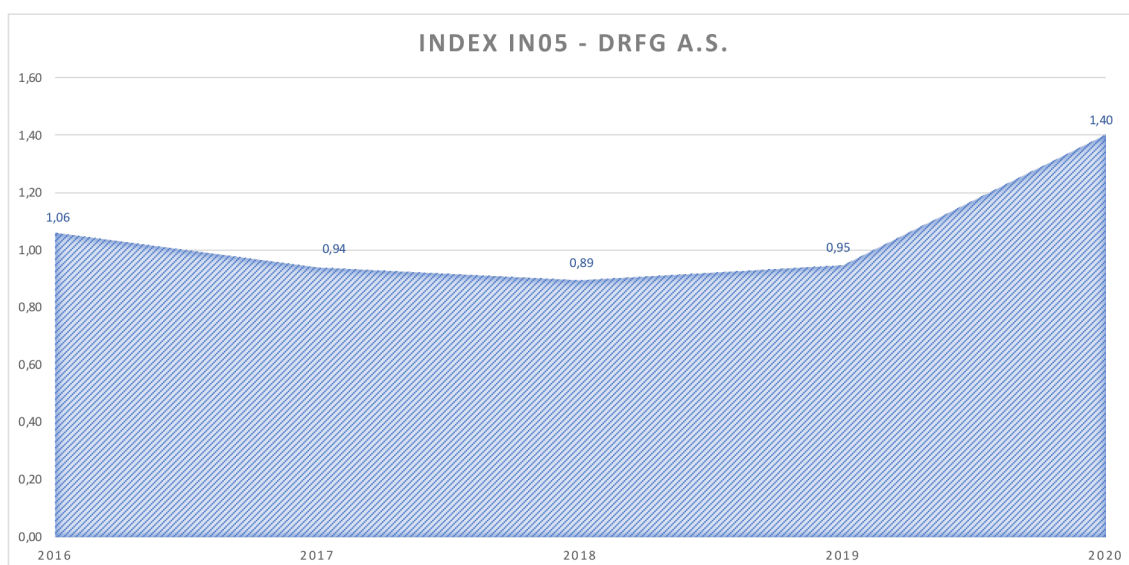
4.1.2 Index IN05

Aplikováním bankrotního modelu IN05 na údaje z účetních závěrek za sledovaná období jsme dospěli k následujícím výsledkům.

Vzorec	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva / Cizí zdroje	1,27	1,33	1,26	1,20	1,13
Zisk / Nákladové úroky	0,75	2,44	2,38	0,93	1,43
Zisk / Aktiva	0,02	0,07	0,08	0,04	0,07
Výnosy /Aktiva	0,39	0,42	0,52	0,65	0,42
Oběžná aktiva / Krátkodobý cizí kapitál	7,75	3,19	2,38	5,17	9,14
Index IN05	1,06	0,94	0,89	0,95	1,40
Hodnocení	šedá zóna	šedá zóna	bankrotní	šedá zóna	šedá zóna

Tabulka 7 Index IN05, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Čtyři z pěti měřených období vykázali hodnotu odpovídající šedé zóně v hodnotící škále modelu. Rok 2018 ukazuje hodnotu patřící do bankrotní zóny, přestože jen neznatelně, o 0,01 bodů. Model totiž řadí do skupiny bankrotních podniků všechny společnosti, kterým vypočte hodnotu menší než 1. Podobně jako u modelu bonity i bankrotní model manželů Neumaierových dává největší váhu poměrovým ukazatelům pracujícím s výsledkem hospodaření.



Obrázek 6 Trend, Index IN05, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Trend bankrotní křivky ukazuje, že vývoj v čase je poměrně stabilní. Podobně jako u bonitního modelu. První tři období se pohybujeme na hranici šedé zóny a bankrotního úseku, a nemůžeme o podniku jednoznačně prohlásit, zda je bonitní nebo bankrotní. Dno křivky je v rok 2018 s hodnotou 0,89 bodů. Pozitivním příslibem je pak jednoznačně poslední naměřený údaj o velikosti 1,4 bodů, který je zároveň naměřeným vrcholem trendové křivky. Takový výsledek již není příliš daleko od hodnot zastupující čistě bonitní podniky (1,6 bodů a výše) a naznačuje možné zlepšení v hospodaření společnosti do budoucna. Jedná se také o největší meziroční změnu a růst o 0,45 bodů z roku 2019 na 2020.

4.1.3 Shrnutí a interpretace výsledků

Trend bonitní a bankrotní křivky je velmi podobný. Dle Indexu bonity je investiční holding DRFG a.s. bonitní společností. Bankrotní index IN05 je ale podobně jako u Českomoravské Nemovitostní a.s. přísnější a společnost DRFG řadí do tzv. šedé zóny. Nejasné výsledky nás nutí ubírat se k hledání konečného výroku o bonitě podniku k ostatním poměrovým ukazatelům. Kromě dalších poměrových ukazatelů využijeme také údaje dostupné ve výroční zprávě společnosti o jejím hospodaření. Především pak přílohu ke konsolidované účetní závěrce a pokusíme se k číselným změnám přiřadit reálné informace o událostech ve skupině.

Ukazatel	2016	2017	2018	2019	2020
Celková akvita (v tis. Kč)	2 648 616	4 447 808	7 366 380	7 133 357	5 363 638
Změna stavu aktiv (v %)		68%	66%	-3%	-25%
Celková zadluženost	0,79	0,75	0,80	0,83	0,88
Koeficient samofinancování	0,19	0,24	0,20	0,15	0,12
Hotovostní likvidita	1,60	0,62	0,47	1,80	0,82
Finanční páka	5,24	4,14	5,10	6,53	8,66
ROE	0,11	0,11	0,13	-0,13	0,09
Obrat dlouhodobého majetku	0,67	0,65	0,77	1,30	1,27

Tabulka 8 Ostatní poměrové ukazatele, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Nejprve se zaměříme na vývoj aktiv skupiny. Ten rostl v letech 2016-2018 o 68 % v prvním období a 66 % v druhém. Tento růst skončil rokem 2019, kde aktiva skupiny klesla o -3 %. Tento pokles následně pokračoval v roce 2020 o celých -25 %. Ve výroční zprávě bohužel není popsáno přesně o jakou transakci se mohlo jednat. Konsolidační rozdíl je v roce 2020 stále kladný, ale s hodnotou 448 mil. Kč je poloviční oproti roku 2019. Lze tedy usuzovat, že došlo k prodeji části majetku společnosti. Ve výkazu zisků a ztrát výrazně stouply výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku o částku blízko poklesu aktiv (1,35 miliardy Kč). Lze tedy usuzovat, že společnost opravdu část majetku prodala a tento prodej byl směřován spojené osobě, která ale není součástí konsolidačního celku. Z informací z výroční zprávy o činnosti podniku se pravděpodobně jedná o některý z investičních fondů DRFG.

Celková zadluženost společnosti se po všechna období pohybuje na relativně vysoké úrovni. To naznačuje, že se jedná o cíl managementu společnosti využívat co nejvíce cizích zdrojů. Tím může dojít k většímu zhodnocení vlastních investovaných prostředků, ale zároveň toto zhodnocení snižuje cena cizího kapitálu. Koeficient samofinancování doplňuje údaj o celkové zadluženosti a říká nám, že podnik využívá

relativně málo vlastního kapitálu k financování činnosti. Vývoj v čase je ale stabilní, bez větších výkyvů.

Společnost si vzhledem k zadlužení udržuje poměrně vysokou úroveň okamžité likvidity. V roce 2019 jsme naměřili dokonce poměr hotovosti vůči krátkodobým závazkům 1,8. Skupina tak není v ohrožení z nedostatku hotovosti na provoz a krytí krátkodobých dluhů.

Ke změně došlo u využití vlastního kapitálu. Finanční páka se v letech 2016-2018 pohybuje v průměru u hodnoty 4,8. V letech 2019 a 2020 se ovšem zvedla na hodnotu 6,53 a 8,66. K vytváření hodnoty se tak v těchto letech využilo více cizích zdrojů v poměru k vlastnímu kapitálu. To potvrzuje i již výše zmíněný údaj o využití vlastního kapitálu v podobě ukazatele koeficientu samofinancování. Jedním z účelů vyšší finanční páky je zpravidla zvýšení výnosů na vlastním kapitálu a to se, při pohledu na roku 2019 a 2020, povedlo. Z hodnoty ROE -0,13 se dosáhlo zvýšení k 0,09 v roce 2020. Jedná se nicméně i nižší hodnoty v porovnání s lety 2016-2018, kdy se vlastní kapitál zhodnocoval o 11, respektive 13 % za účetní období.

Obrat dlouhodobého hmotného majetku je pouze doplňkovým údajem, který nám potvrzuje neměnnost trendu v hospodaření společnosti.

4.1.4 Závěrečný výrok

Investiční skupina **DRFG a.s.** je dle autora této práce **bonitní podnik**. Bonitní model Index bonity řadí holding mezi bonitní společnosti ve všech měřených obdobích. Bankrotní model IN05 sice skupinu neoznačil jako bonitní v ani jednom období, protože ale údaje spadají do šedé zóny, naklonění na stranu bonitních podniků můžeme argumentovat výsledky bonitního modelu.

Majetek společnosti a stejně tak vývoj doplňkových ukazatelů se v letech měřeného období vyvíjel stabilně. Je patrné, že management společnosti činí konkrétní rozhodnutí spojené s hospodařením celé skupiny. Přestože je celkové zadlužení

velmi vysoké, pokrytí nákladových úroků s dosažených zisků se v průměru udržuje nad hodnotou 1 a společnosti se tak daří mít dostatečnou rezervu k překonání krátkodobých krizí. V tomto ohledu je škoda, že ve výročních zprávách nenajdeme rozvinutější komentář k děním ve skupině. Mohli bychom tak více rozkrýt práci managementu společnosti. Nakolik je totiž poměrně slušný vývoj hospodaření holdingu dopadem práce managementu společnosti tak nemůžeme přesně určit. Především z toho důvodu, že informace k vývoji hospodaření podniku ve výroční zprávě jsou spíše obecného vyznění.

Pokud se zaměříme na výsledek hospodaření zjistíme, že největší podíl na zisku společnosti plynou z majetkových účastí v jednotlivých členech investiční skupiny, jejichž ekonomickou výkonnost nalezneme souhrnně v části finančního výsledku hospodaření konsolidovaného výkazu zisků a ztrát.

Z pohledu investorů je skupina prosperující. Nejmenší míra zhodnocení vlastního kapitálu sice dosáhla ve sledovaném období na -13 % v roce 2018. Záporný údaj samozřejmě není optimální. Z pohledu všech pěti měřených úseků se ale jedná o výjimku, protože v dalších letech se kapitál zhodnotil v rozmezí 11-13 %. Z pohledu věřitele je varování již velmi vysoká zadluženost společnosti. Pokrytí nákladů z úroků (cena za půjčené prostředky) se v průměru pohybuje na úrovni 1,6 a zatím tak potvrzuje, že je společnost schopná generovat dostatečně vysoké příjmy, aby si takový dluh mohla dovolit financovat.

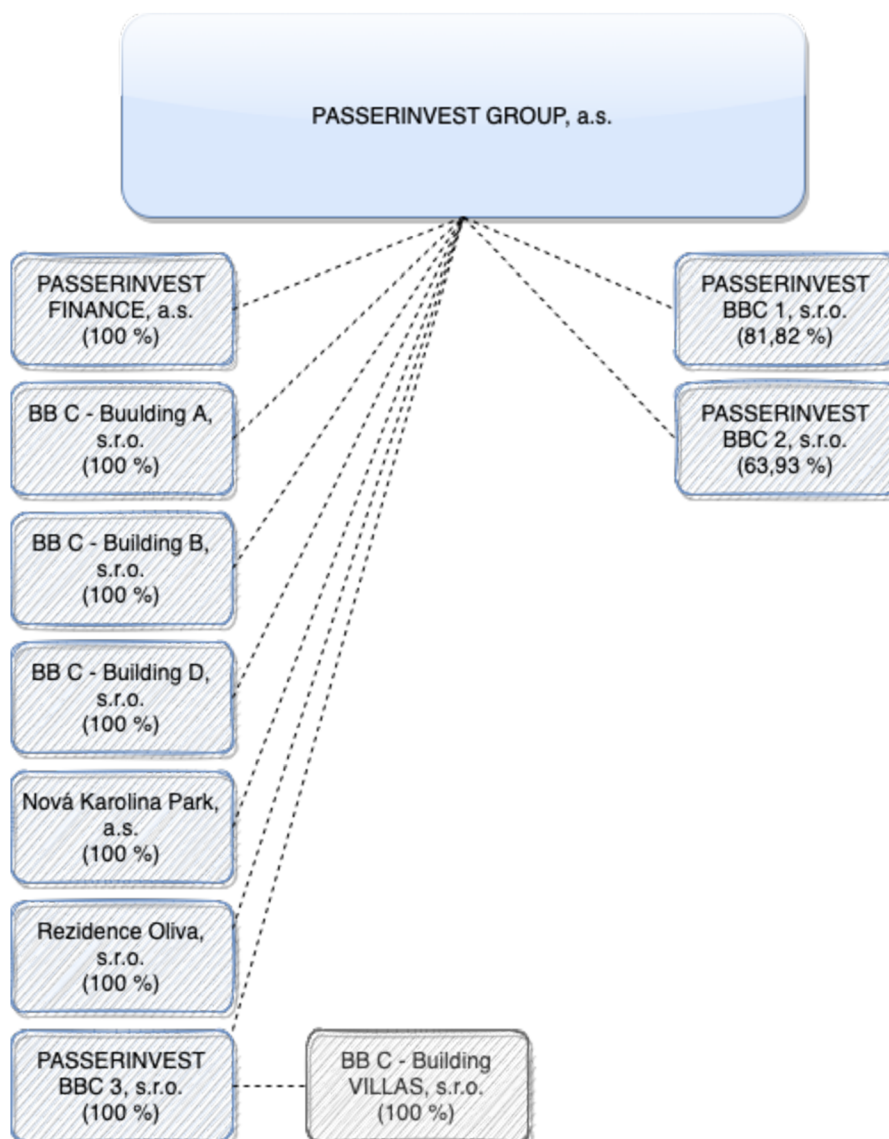
4.2 PASSERINVEST GROUP, a.s.

Další skupinou firem, kterou zaštiťuje v pozici mateřské společnosti 1 podnikatelská entita, je PASSERINVEST GROUP, a.s. Jako v předchozích případech se jedná o realitní holding a také českou společnost. Skupina se zaměřuje na realitní sektor komerčních nemovitostí v České republice. Konkrétně jejich development, akvizici a především pronájem. Nejvíce je spojena s rozvojem oblasti Brumlovka, která je součástí regionu městské čtvrti Praha 4. Přední podnik PASSERINVEST GROUP, a.s. byl založen v roce 1999. Do roku 2008 byla hlavní podnikatelská činnost výstavba

kancelářských budov a jejich následný prodej. Od roku 2008 společnost změnila přístup a budovy si nechávala v portfoliu a po roce 2014 začala některé dříve prodané nemovitosti vykupovat zpět. Nyní se soustředí především na pronájem těchto prostor. V posledních letech také přidala menší projekty v developmentu. Podnik je více podobný referenční společnosti Českomoravská Nemovitostní a.s., než výše analyzovaná DRFG a.s., protože podniká pouze v sektoru realitních služeb. Velikost majetku ve správě investiční skupiny byla k 31.12.2021 19,27 miliard Kč, a konsolidovaný výsledek hospodaření před zdaněním dosáhl na 547 milionů Kč.

Skupina je opět tvořena konsolidovanou skupinou, ve které jsou různé vztahy interních financování a kde je výnos na konsolidační entitu přenášen v podobě výnosů z majetkových účastí a výnosů z úroků interních zápůjček. Pronájem nemovitostí v portfoliu představuje základ všech ročních tržeb. Pouze tyto tržby činily dle výkazu zisků a ztrát v obdobích 2020 a 2021 sumu přes 1 miliardu Kč. Ve výroční zprávě za rok 2021 (str. 68) nalezneme informaci o formě účetního vymezení konsolidace skupiny. Použita byla přímá konsolidace plnou metodou. Přímo tak zahrnuje rozvahy a výkazy zisků a ztrát dceřiných společností. Konsolidační rozdíl je dán rozdílem mezi pořizovací hodnotou aktiv a jejich reálnou hodnotou stanovenou k datu tvorby účetní závěrky. Podobně jako předchozí společnosti tento rozdíl odepisuje rovnoměrným odpisem po dobu 20 let. Konsolidační rozdíl je zaznamenán po odpisu.

Organizační struktura konsolidované skupiny je znázorněna níže. Ta je složena z hlavní zaštitující společnosti a deseti dceřinými podniky. Ty spravují jednotlivé realitní projekty a generují výnosy skupiny.



Obrázek 7 Organizační struktura PASSERINVEST GROUP, a.s. 2021 (Zdroj: vlastní zpracování, <https://app.diagrams.net>)

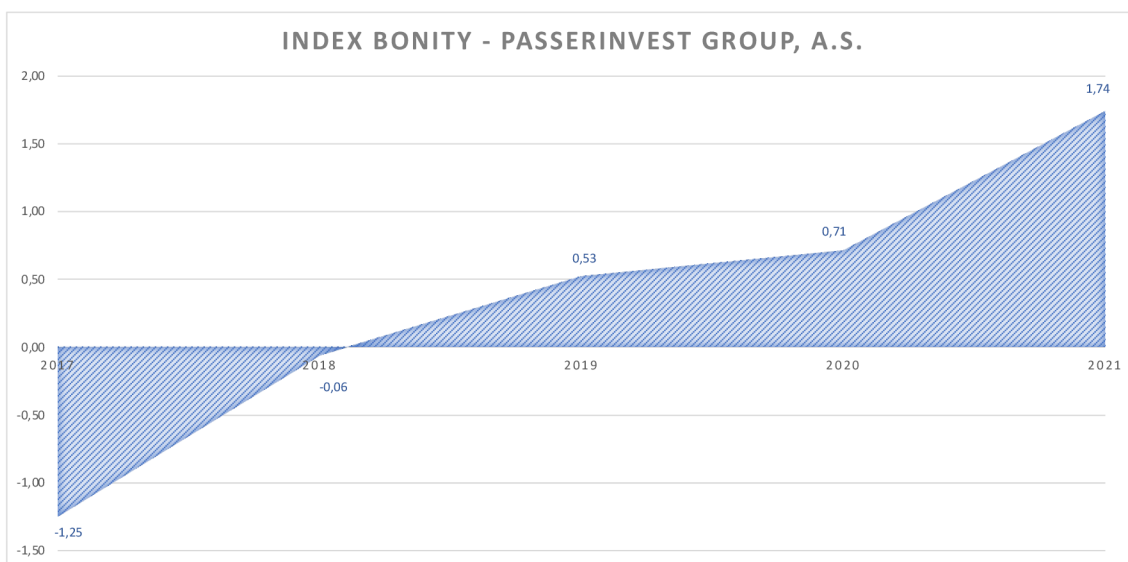
4.2.1 Index bonity

Z informací, které nám poskytly údaje z konsolidovaných účetních závěrek obsahujících rozvahu, výkaz zisků a ztráty a přehled o peněžních tocích za roky 2017-2021 jsme výpočtem určili hodnoty bonitního modelu Index bonity a zobrazili je v tabulce níže.

Vzorec	2017	2018	2019	2020	2021
Cash flow / Cizí zdroje	0,13	-0,04	0,02	-0,01	0,11
Aktiva / Cizí zdroje	1,42	1,42	1,44	1,42	1,32
Zisk / Aktiva	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,03
Zisk / Výnosy	-0,28	-0,02	0,07	0,11	0,23
Zásoby / Výnosy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Výnosy /Aktiva	0,05	0,10	0,07	0,07	0,12
Index Bonity	-1,25	-0,06	0,53	0,71	1,74
Hodnocení	bankrotní	bankrotní	bonitní	bonitní	bonitní

Tabulka 9 Index bonity, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Modelem bylo zjištěno, že se společnost v letech 2017 a 2018 jevila jako bankrotní. V roce 2019 nastal obrat, a hodnota měření se na škále modelu dostala do oblasti pro bonitní podniky. Stále se však jednalo o výsledek v jisté šedé zóně na pomezí bankrotních a bonitních hodnot. V letech 2020 a 2021 se nicméně zlepšující vývoj potvrdil a hodnoty z modelování dosáhly na škálu reprezentující bonitní podniky. Výsledek je nejvíce zatížený záporným výsledkem hospodaření v letech 2017 a 2018. Poměrové ukazatele, které s hodnotou zisku pracují, jsou dle modelu nejvíce relevantní a ostatní ukazatele pokles v dosaženém výkonu nedokázaly nahradit.



Obrázek 8 Trend, Index bonity, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Trend bonitní křivky je v měřeném časovém úseku rostoucí. Společnost se z nejhoršího výsledku -1,25 bodů v roce 2017 postupně dostala až na hodnotu 1,74 bodů v poslední známém roce 2021. Zatímco první hodnota naznačuje velmi

špatnou ekonomickou situaci v podniku, poslední hodnota na škále modelu představuje podniky s dobrou ekonomickou situací. Samotný vývoj je relativně dynamický s většími meziročními změnami s výjimkou let 2019-2020, kdy bylo dosaženo podobného výsledku. Největší změna hodnoty nastala mezi roky 2017 a 2018, kdy křivka vzrostla o 1,19 bodů.

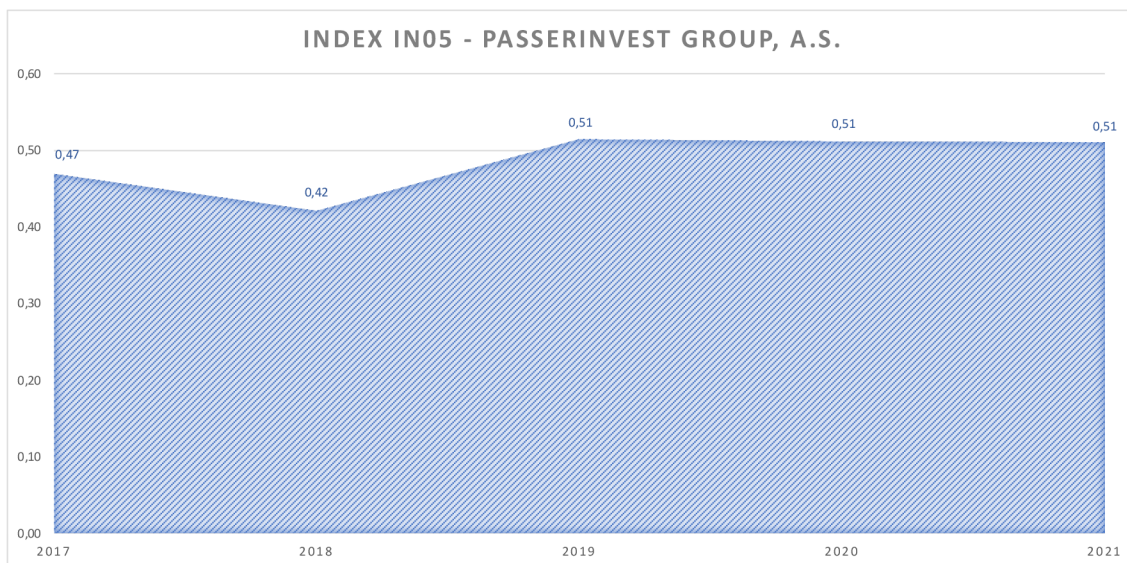
4.2.2 Index IN05

Použitím stejných hodnot jsme aplikací bankrotního modelu IN05 dospěli k následujícím výsledkům.

Vzorec	2017	2018	2019	2020	2021
Aktiva / Cizí zdroje	1,42	1,42	1,44	1,42	1,32
Zisk / Nákladové úroky	-0,95	-0,14	0,30	0,52	1,96
Zisk / Aktiva	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,03
Výnosy /Aktiva	0,05	0,10	0,07	0,07	0,12
Oběžná aktiva / Krátkodobý cizí kapitál	4,12	2,55	3,16	2,91	1,36
Index IN05	0,47	0,42	0,51	0,51	0,51
Hodnocení	bankrotní	bankrotní	bankrotní	bankrotní	bankrotní

Tabulka 10 Index IN05, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Model Index IN05 označil podnik jako bankrotní ve všech sledovaných obdobích. Poměrově největší váhu v modelu má ukazatel dosažených zisků oproti celkovým aktivům společnosti a v této části skupina PASSERINVEST GROUP, a.s. nedosáhla příliš vysokého skóre. Škála modelu uvádí, že vyšší kategorie hodnocení je od hodnoty 0,9 bodů a více. K tomuto číslu se ale výsledek za žádný rok nepřiblížil.



Obrázek 9 Trend, Index IN05, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Trend bankrotní křivky je navíc velmi stabilní. Nemá tendenci se zlepšovat. Na druhou stranu se ale ani nezhoršuje a v průměru se pohybuje u 0,5 bodů. Nejhorší výsledek model zaznamenal v roce 2018, a to 0,41 bodů. Nejvýznamnější změna hodnoty nastala mezi lety 2018 a 2019, kdy křivka rostla o 0,09 bodů. Vrchol křivky nalezneme v roce 2019, 2020 a 2021, a to 0,51 bodů. Ve všech sledovaných letech je tak dle modelu IN05 společnost jednoznačně bankrotní.

4.2.3 Shrnutí a interpretace výsledků

Bonitní model index bonity společnost PASSERINVEST GROUP, a.s. zobrazil jako podnik, který se v měřeném období postupně posouval svou výkonností a správou majetku z hladiny představující ekonomické potíže do úseku, ve kterého jsou zařazeny společnosti s dobrou ekonomickou kondicí. V určité šedé zóně modelu, kdy je dosažený výsledek uprostřed hodnotící škály, se podnik nacházel v obdobích 2019 a 2020. V roce 2021 byl vzestup výkonnosti potvrzen a v hodnocení se investiční holding posunul do škály bonitních podniků s dobrou ekonomickou kondicí.

Bankrotní model IN05 oproti tomu naměřil mnohem horší výsledek. Vývoj výkonnosti skupiny zobrazil jako stabilní a poměrně jasně ve výseku škály, která

odpovídá pro označení bankrotních podniků. Není zde tedy potvrzeno zlepšení ekonomické kondice, ke kterému došel bonitní model. Příčinou takového výsledku je nízký poměr dosaženého výsledku hospodaření před zdaněním oproti celkovým spravovaným aktivům. Právě tomuto poměrovému ukazateli dává tento model největší váhu ve výpočtu. Nejlepší výsledek tohoto ukazatele byl zaznamenán až v posledním roce měření s hodnotou pouze 0,03. V prvních dvou měřených obdobích byl v důsledku záporného výsledku hospodaření v negativních hodnotách.

Protože si svými výsledky modely odporují a trend bonitní a bankrotní křivky není podobný, budeme dále zjišťovat, jak se vyvíjela hodnota ostatních doplňkových ukazatelů výkonnosti společnosti. Zároveň se ekonomický vývoj pokusíme propojit s reálnými transakcemi, které jsou popsány ve výročních zprávách. Konsolidovaná skupina vede plnou konsolidaci a transakce podrobně popisuje. V tomto ohledu je tedy velmi transparentní. Cílem je, jako v předchozích analýzách, zjistit skutečnou ekonomickou situaci podniku.

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Celková akvíta (v tis. Kč)	17 270 380	19 313 814	19 406 555	19 316 924	19 265 399
Změna stavu aktiv (v %)		12%	0,48%	-0,46%	-0,27%
Celková zadluženost	0,71	0,70	0,70	0,70	0,76
Koeficient samofinancování	0,29	0,29	0,29	0,28	0,23
Hotovostní likvidita	3,65	2,17	2,69	2,41	1,19
Finanční páka	3,48	3,47	3,43	3,52	4,37
ROE	-0,04	0,00	0,01	0,02	0,12
Obrat dlouhodobého majetku	0,06	0,11	0,08	0,08	0,16

Tabulka 11 8 Ostatní poměrové ukazatele, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)

Vývoj aktiv skupiny je stabilní. V roce 2018 stoupla hodnota majetku oproti předchozímu roku o 12 %. V ostatních letech již ale oscilovala kolem stejné hodnoty 19 miliard Kč. V roce 2020 skupina dokončila prodej jednoho objektu (výroční zpráva 2021, str. 38), snížila se hodnota dlouhodobého majetku a zároveň narostl objem peněžních prostředků. Ostatní změny lze přisuzovat drobným změnám v ocenění majetku. Podle tohoto hlediska tak společnost působí stabilně.

Při pohledu na práci s cizími zdroji vidíme také relativně neměnný vývoj. Celková zadluženost se v prvních čtyřech obdobích nacházela u 70 %. V posledním roce měření stoupla na 76 %. Tento nárůst byl způsoben především vydáním dvou privátních emisí dluhopisů. Rozdíl je patrný v rozvaze k 31.12.2021 a informuje o tom také výroční zpráva za rok 2021 (str. 40). Zvýšení využití cizího kapitálu potvrzuje i menší poměr zapojení vlastních zdrojů, v tabulce Koeficient samofinancování. Zároveň vzrostla míra finanční páky. To jsou společné indikátory nárůstu využití cizích zdrojů. Cílem může být dosažení lepšího zhodnocení vlastního kapitálu, a to se managementu společnosti podařilo. V roce 2021 byla hodnota ROE 12 %, zatímco v předešlých obdobích byla v rozpětí -4 – 2 %.

Pro svou činnost konsolidační skupina disponuje dostatečnou likviditou. Protože nám bankrotní model říká, že se jedná o bankrotní podnik, pohled na okamžitou likviditu je poměrně důležitý. Z této stránky ale můžeme konstatovat, že je likvidita společnosti dostatečná. V každém měřeném roce podnik dokázal krýt všechny krátkodobé závazky pouze hotovostí na účtech.

Doplňkový ukazatel v podobě obratu dlouhodobého majetku potvrzuje stabilitu společnosti a nárůst v roce 2021 může být přiřazen k prodeji komerčního objektu v přechodném období.

4.2.4 Závěrečný výrok

Přestože bankrotní model IN05 označuje společnost **PASSERINVEST GROUP, a.s.** za sledované období jako bankrotní, autor práce se přiklání k názoru, že se jedná o

bonitní podnik. Toto tvrzení je podloženo zlepšujícím se trendem výsledcích naměřených hodnot u bonitního modelu Index bonity a vývojem doplňkových poměrových ukazatelů.

Největším nedostatkem investiční skupiny je jednoznačně míra dosaženého hospodářského výsledku vůči celkovým aktivům v majetku podniku. Protože je právě tento ukazatel považován v modelech za vůbec nejpodstatnější, může u společnosti tohoto typu dojít k určitému zkreslení. Jak je popsáno i ve výroční zprávě pro rok 2021 (str. 37), společnost svým podnikáním dosahuje jediného cíle, být schopná dlouhodobě financovat cizí zdroje získané pro svou činnost a udržovat zdravé cash flow. Ukazatel okamžité likvidity potvrzuje, že je veškeré své krátkodobé závazky schopná krýt přímo hotovostí v plné míře. Přestože např. Vochozka (2011) uvádí, že ideální hodnota se nachází na úrovni 0,2, hodnota vyšší než 1 je v případě podniku s touto specifickou činností a strukturou financování spíše pozitivní jev. Vzhledem k vývoji tohoto ukazatele lze usuzovat, že se jedná o cíl práce finančního managementu.

Cílem finančního řízení se zdá být i značné využití cizích zdrojů, a to jak bankovních, tak získaných od věřitelů prostřednictvím emisí dluhopisů. Vysoký poměr bankovního financování (6,5 miliardy Kč) bonitu také potvrzuje. Bankovní domy mají sofistikované modely určující bonitu, proto lze od výše poskytnutého financování tento názor odvozovat. Z hlediska majitelů společnosti a akcionářů je pravděpodobně důležitější delší časový úsek. Za pět měřených období se vlastní kapitál zhodnotil pouze v roce 2021 o vyšší hodnotu než 10 %. To potvrzuje výroční zpráva za rok 2021 (str. 51), kde je popsáno budoucí směřování podniku a cíl získat zpět do majetku i zbylé objekty, které byly v minulosti prodány. Tím se dá odůvodnit nižší hodnota tohoto ukazatele.

Horší pohled mohou ale mít vlastníci dluhopisů. Dosažený hospodářský výsledek totiž dokázal nákladové úroky zcela pokrýt pouze v roce 2021. Hodnota úrokového krytí z předešlých let byla vždy menší než jedna. To naznačuje, že byly tyto náklady

hrazeny z jiných zdrojů. Tím mohlo být bankovní financování, ale také mohly být úroky vypláceny přímo z objemu akumulovaných prostředků.

4.3 Porovnání výsledků

V předchozích částech této kapitoly jsme provedli měření stavu ekonomiky celkem u tří společností vystupujících za ucelené konsolidační celky. Prvním takovým podnikem je společnost Českomoravská Nemovitostní a.s. Druhým je investiční skupina DRFG, a.s. a třetí skupinový holding PASSERINVEST GROUP, a.s. Měření bylo provedeno pro pět po sobě jdoucích účetních obdobích let 2017-2021 s výjimkou podniku DRFG, který v době tvorby této práce ještě neměl zveřejněné výsledky za rok 2021. Pro tuto firmu proběhlo měření pro rok 2016-2020.

Zaměřili jsme se na dva modely měření výkonnosti. Bonitní model Index bonity a bankrotní model IN05. Pro doplnění výsledků byl také proveden výpočet několika dalších poměrových ukazatelů za jednotlivé roky zaměřených na zjištění hospodaření se zdroji.

Všechny tři společnosti provozují svou ekonomickou činnost v České republice a ve stejném odvětví, v realitním sektoru se zaměřením na akvizici, správu a pronájem komerčních prostor. Cílem takového výběru bylo v co největší míře zajistit, aby bylo možné výsledky porovnat bez výraznějších odchylek. Data pro měření byla čerpána z konsolidovaných účetních závěrek.

Referenční hodnotu představuje výsledek modelů a ukazatelů skupiny Českomoravská Nemovitostní a.s., z toho důvodu jí budeme níže uvádět vždy první.

4.3.1 Srovnání dle Indexu bonity

Provedením srovnání pomocí bonitního modelu Index bonity jsme získali následující výsledky.

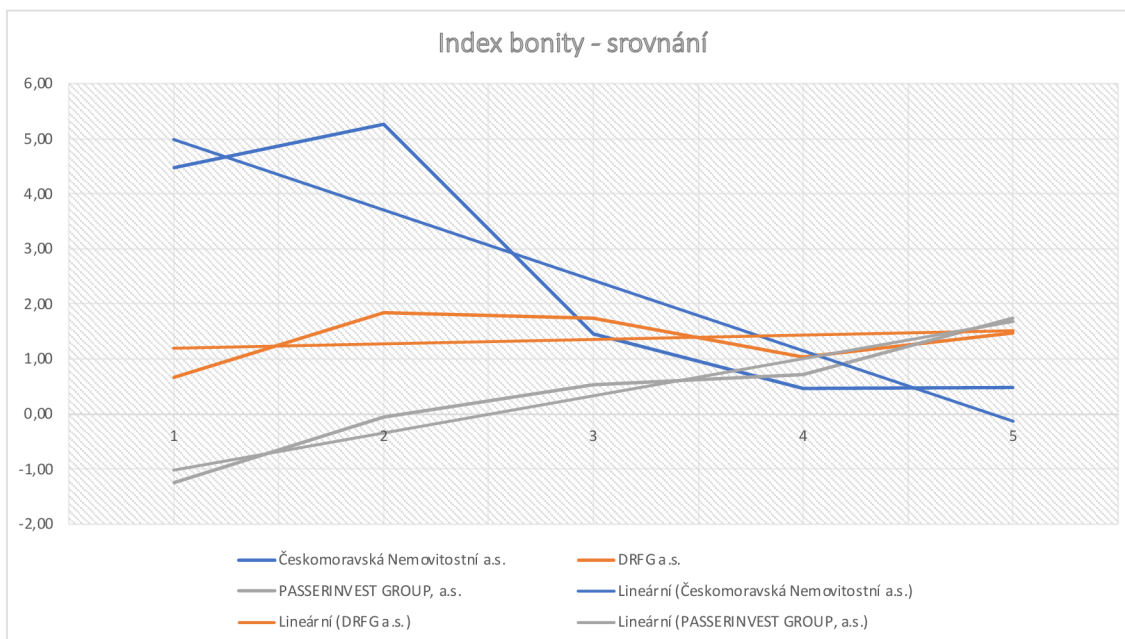
Index bonity	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr	Trend
Českomoravská Nemovitostní a.s.		4,48	5,26	1,46	0,46	0,48	2,43	↓
		bonitní	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní		
DRFG a.s.	0,66	1,84	1,74	1,04	1,46		1,35	→
	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní	bonitní			
PASSERINVEST GROUP, a.s.		-1,25	-0,06	0,53	0,71	1,74	0,34	↑
		bankrotní	bankrotní	bonitní	bonitní	bonitní		

Tabulka 12 Index bonity – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Je patrné, že nejvyšší naměřené hodnoty prezentují skupinu Českomoravská Nemovitostní a.s. s vrcholem v roce 2017 s výsledkem 4,48 bodů. Z toho důvodu má i nejvyšší průměrné skóre modelu za sledovaná účetní období, 2,43 bodů. Zbylé dvě investiční skupiny se k této hodnotě nepřiblížili. Holding DRFG je s průměrným výsledkem 1,35 bodů o 1,08 bodů horší (procentuálně o 44,4 %) a skupina PASSERINVEST GROUP, a.s. s průměrnou hodnotou modelu 0,34 bodů o celých 2,09 bodů pozadu (v procentech o 86 %).

Jako zcela bonitní podniky jsou dle modelu skupiny Českomoravská Nemovitostní, a.s. a DRFG a.s. Ve všech měřených letech vyhovovala vypočtená data na škále měření úseku bonitních podniků. Společnost PASSERINVEST GROUP, a.s. byla modelem označena jako bankrotní v prvních dvou letech měření. Ve zbylém období let 2019-2021 jako bonitní.

Pokud výsledek posoudíme pouze podle dosaženého skóre modelu při statickém pohledu na měření, nejlépe vychází investiční skupina Českomoravská Nemovitostní a.s. To by ovšem bylo velmi zjednodušené. K posouzení výsledků se zaměříme také na trend, jakým se odraz ekonomiky sledovaných podniků v minulosti vyvíjel.



Obrázek 10 Index bonity, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Na obrázku výše je zobrazena spojnice výsledků měření modelu všech tří společností. Tato spojnice bodů je dále doplněna o lineární trend jednotlivých křivek pro lepší přehled o směřování vývoje ekonomiky dle Indexu bonity. Jedná se o důležitý doplněk statické tabulky s daty, protože nám dává důležitou informaci o vývoji hodnot modelu v čase.

Českomoravská Nemovitostní a.s. se při kombinovaném posouzení nejeví jako entita s nejlepším výsledkem. Naměřené hodnoty má sice v průměru nejvyšší, za všechna období je označována jako bonitní, je ovšem patrné že se s postupujícím časem její výkonnost zhoršovala. Lépe tak můžeme hodnotit zbylé dvě společnosti. Holding DRFG a.s. vykazuje velmi stabilní výsledky a ve všech obdobích je modelem označena jako bonitní. Skupina PASSERINVEST GROUP, a.s. pravidelně rostla, ale v letech 2017 a 2018 byla modelem označena jako bankrotní podnik.

Nejlépe tak z posouzení výkonu ekonomiky podle modelu Index bonity vychází společnost DRFG a.s. následovaná PASSERINVEST GROUP, a.s. a Českomoravská Nemovitostní, a.s. trojici uzavírá.

4.3.2 Srovnání dle indexu IN05

Aplikace bankrotního modelu IN05 jsme na zkoumané konsolidované celky došly k těmto výsledkům za sledované období.

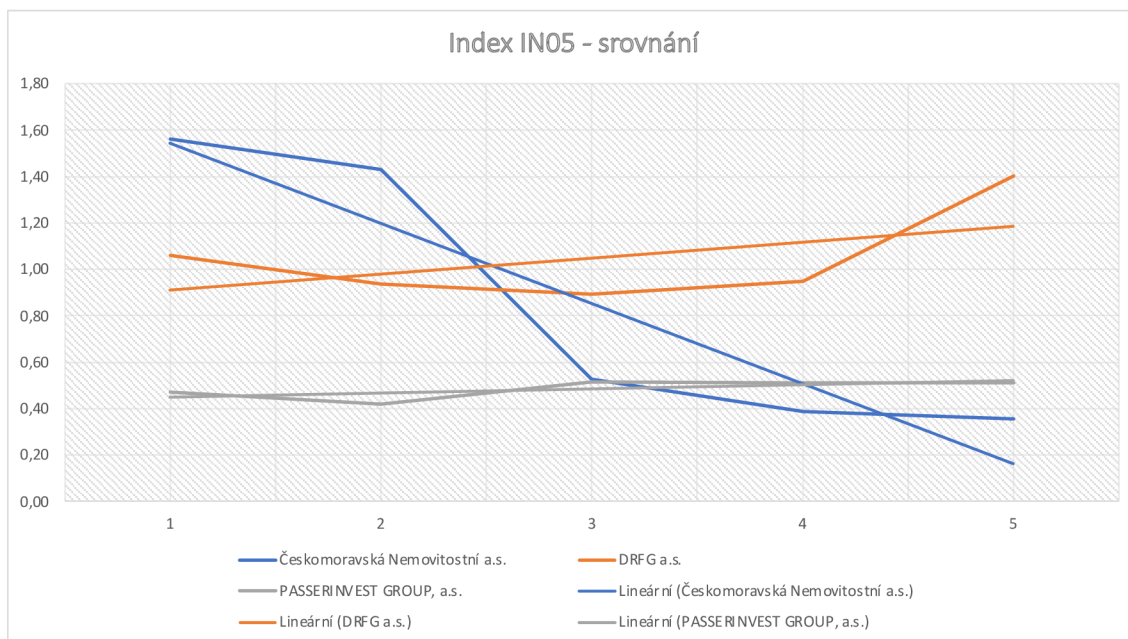
IN05	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr	Trend
Českomoravská Nemovitostní a.s.		1,56	1,43	0,53	0,39	0,36	0,85	↓
		šedá zóna	šedá zóna	bankrotní	bankrotní	bankrotní		
DRFG a.s.	1,06	0,94	0,89	0,95	1,40		1,05	↑
	šedá zóna	šedá zóna	bankrotní	šedá zóna	šedá zóna			
PASSERINVEST GROUP, a.s.		0,47	0,42	0,51	0,51	0,51	0,49	→
		bankrotní	bankrotní	bankrotní	bankrotní	bankrotní		

Tabulka 13 Index IN05 – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Nejvyšší dosažený výsledek byl naměřen u podniku Českomoravská Nemovitostní, a.s. v roce 2017, 1,56 bodů. V průměru je na tom nejlépe skupina DRFG a.s. s hodnotou 1,05 bodů. Českomoravská nemovitostní je s průměrným dosaženým výsledkem 0,85 bodů horší o 0,2 bodů (o 19 %). Nejhoršího výsledku dosáhla firma PASSERINVEST GROUP, a.s., a to v průměru 0,49 bodů (o 53 % horší než DRFG a.s.).

Na rozdíl od bonitního modelu, bankrotní neoznačil jako bonitní společnost ani jednu ze sledovaných firem ani za jedno měřené účetní období. Českomoravská nemovitostní a.s. spadala do tzv. šedé zóny modelu v letech 2017 a 2018. Zbylá období vyšla hodnota pro bankrotní podnik. Skupina DRFG a.s. se řadila do šedé zóny ve všech obdobích s výjimkou roku 2018, kdy dosáhla výsledku pro bankrotní podnik. PASSERINVEST GROUP, a.s. byl hodnocen jako bankrotní ve všech letech, ve kterých byl model aplikován.

Při statickém posouzení výsledků ze srovnání vychází nejlépe společnost DRFG a.s., následovaná Českomoravskou Nemovitostní, a.s. a nejhůře vyšla z měření skupina PASSERINVEST GROUP, a.s.



Obrázek 11 Index IN05, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

V úvahu ale opět vezmeme prezentovaný trend ve výsledcích. Českomoravská nemovitostní, a.s. kopíruje klesající trend z Indexu bonity. Skupina DRFG a.s. se prezentuje mírným růstem podobně jako PASSERINVEST GROUP, a.s. V tomto ohledu se jedná o drobnou odchylku oproti bonitnímu modelu, kde první jmenovaná měla stabilní vývoj a druhá rostoucí.

Při kombinovaném posouzení výsledků, to znamená dosažené skóre bankrotního modelu, zařazení ve výsledkové škále modelu, a naznačeným trendem vývoje Českomoravská Nemovitostní opět není nejlépe hodnocený podnik. Nejlépe byla zařazena do šedé zóny modelu a poslední období 2018-2021 spadla do škály výsledků pro bankrotní podniky. Podobně jako u bonitního modelu tak lépe hodnotíme zbylé dvě společnosti, které častěji dosáhly hodnot v šedé zóně a stabilnějším vývojem ekonomiky podniku.

Nejstabilněji se z hlediska provedeného měření pomocí bankrotního modelu IN05 jeví skupina DRFG a.s., následovaná Českomoravskou Nemovitostní, a.s., a výčet v tomto případě uzavírá PASSERINVEST GROUP, a.s.

4.3.3 Srovnání dle ostatních poměrových ukazatelů

Z vypočtených poměrových ukazatelů se zaměříme na tři, které přímo odráží stav ekonomiky podniku. Je jím samotný vývoj aktiv v čase. Dále rentabilita vlastního kapitálu, která se zaměřuje na míru zhodnocení investory vloženého kapitálu. A nakonec velikost celkového zadlužení společnosti. Přeneseně pohled na míru využití cizích zdrojů při dané ekonomické činnosti.

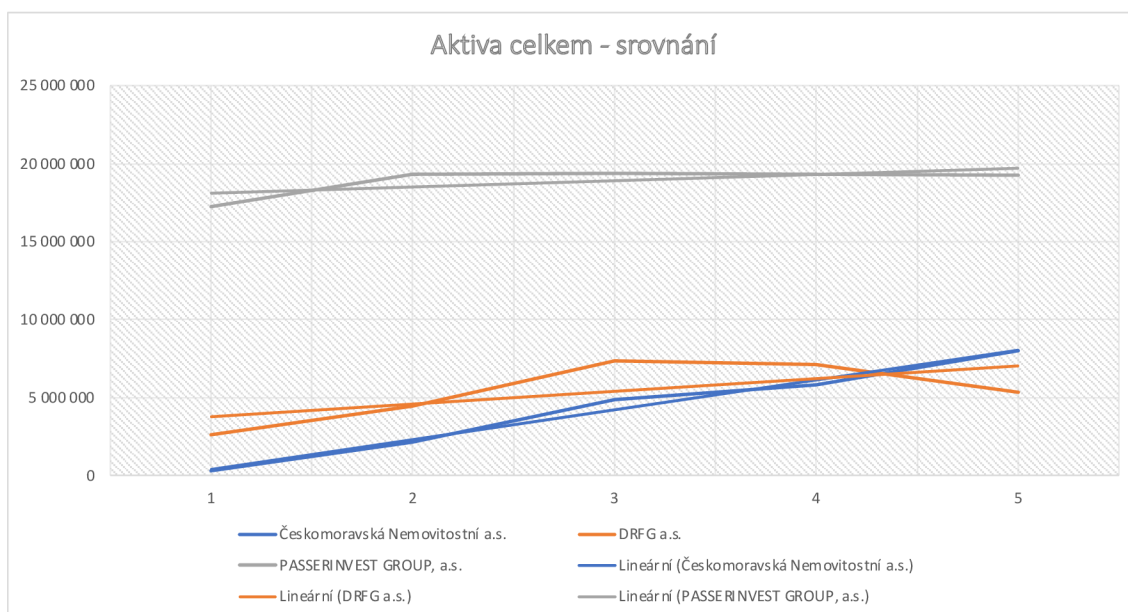
- VÝVOJ AKTIV

Jak se vyvíjela hodnota majetku, se kterým společnosti v rámci svých konsolidačních celků pracovali, je zobrazeno v tabulce níže.

Aktiva celkem	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr	Trend
Českomoravská Nemovitostní a.s.		304 350	2 151 564	4 866 594	5 808 158	8 003 749	4 226 883	↑
DRFG a.s.	2 648 616	4 447 808	7 366 380	7 133 357	5 363 638		5 391 960	↓
PASSERINVEST GROUP, a.s.		17 270 380	19 313 814	19 406 555	19 316 924	19 265 399	18 914 614	→

Tabulka 14 Vývoj aktiv – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Jednoznačně nejmajetnější společnost je PASSERINVEST GROUP, a.s., která ve sledovaném období v průměru vlastnila majetek o velikosti 18,9 miliard Kč. V pořadí druhá byla s průměrnými aktivy 5,3 miliard Kč skupina DRFG a.s. Nejméně majetná pak z tohoto srovnání vychází Českomoravská Nemovitostní a.s. s průměrnou hodnotou majetku 4,2 miliard Kč. Tato skupina zároveň zaregistrovala nejmenší hodnotu vlastněných aktiv, kdy v roce 2017 spravovala pouze 300 milionů Kč. To nicméně souvisí s nejkratší historií, protože podnik byl založen teprve v roce 2016. Žádná z firem nevykazuje dramatický pokles hodnoty aktiv. Naopak jsou v tomto ohledu poměrně stabilní anebo rostoucí. Vývoj aktiv se tak více přiklání na stranu výsledků bonitního modelu Index bonity, podle kterého jsou všechny skupiny bez ekonomických problémů. Tuto domněnku potvrzuje i náhled na trend vývoje aktiv.



Obrázek 12 Vývoj aktiv, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

V případě podniků PASSERINVEST GROUP, a.s. a DRFG a.s. je ve sledovaném období stabilní. Aktiva Českomoravské Nemovitostní a.s. v těchto letech pravidelně rostla a v předposledním roce sledování majetkem předčila skupinu DRFG a.s.

- **VÝVOJ RENTABILITY VLASTNÍHO KAPITÁLU**

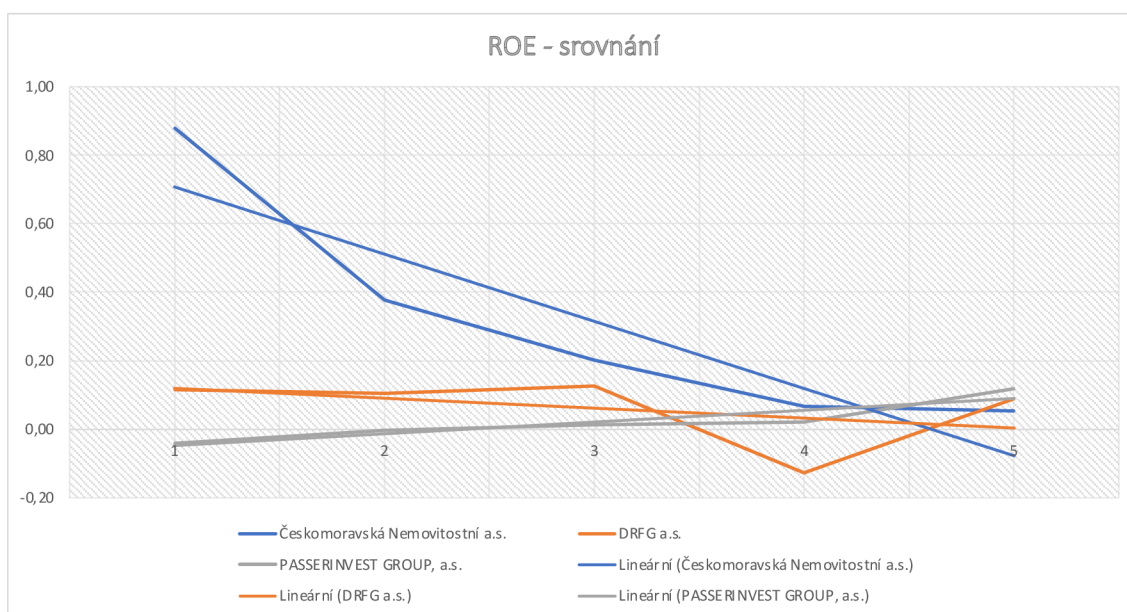
Všechny tři investiční skupiny spravují značný majetek. Zda ovšem tento majetek dokáže generovat stabilní návratnost investovaného vlastního kapitálu akcionářů posoudíme níže.

ROE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr	Trend
Českomoravská Nemovitostní a.s.		0,88	0,38	0,20	0,07	0,05	0,32	↓
DRFG a.s.	0,11	0,11	0,13	-0,13	0,09		0,06	→
PASSERINVEST GROUP, a.s.		-0,04	0,00	0,01	0,02	0,12	0,02	↑

Tabulka 15 Vývoj ROE – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Za sledované období se nejvíce dařilo investované prostředky zhodnocovat Českomoravské Nemovitostní a.s. kdy rentabilita vlastního kapitálu dosahovala

v průměru na hodnotu 32 %. V pořadí výše míry této rentability jí následovala DRFG a.s. s průměrným výsledkem 6 % a PASSERINVEST GROUP, a.s. zaznamenala nejhorší průměr pouze 2 %. Přestože Českomoravská Nemovitostní zaznamenala nejlepší výsledek, ani tento podnik není příliš efektivní v generování zisků na použité ekvité. V roce 2020 a 2021 se totiž i její výsledek dostal na úroveň zbylých dvou společností s hodnotou pod 10 %.



Obrázek 13 Vývoj ROE, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Jak nám ukazuje trend vývoje, nejlépe můžeme hodnotit finanční management skupiny PASSERINVEST GROUP, a.s. Jedině tento podnik zaznamenal ve sledovaném období růst výnosů oproti vlastnímu kapitálu. DRFG a.s. je ve všech letech stabilní s výjimkou jednoho většího výkyvu, a Českomoravská Nemovitostní a.s. se postupně propadala, a nakonec se s oběma dalšími podniky vyrovnala.

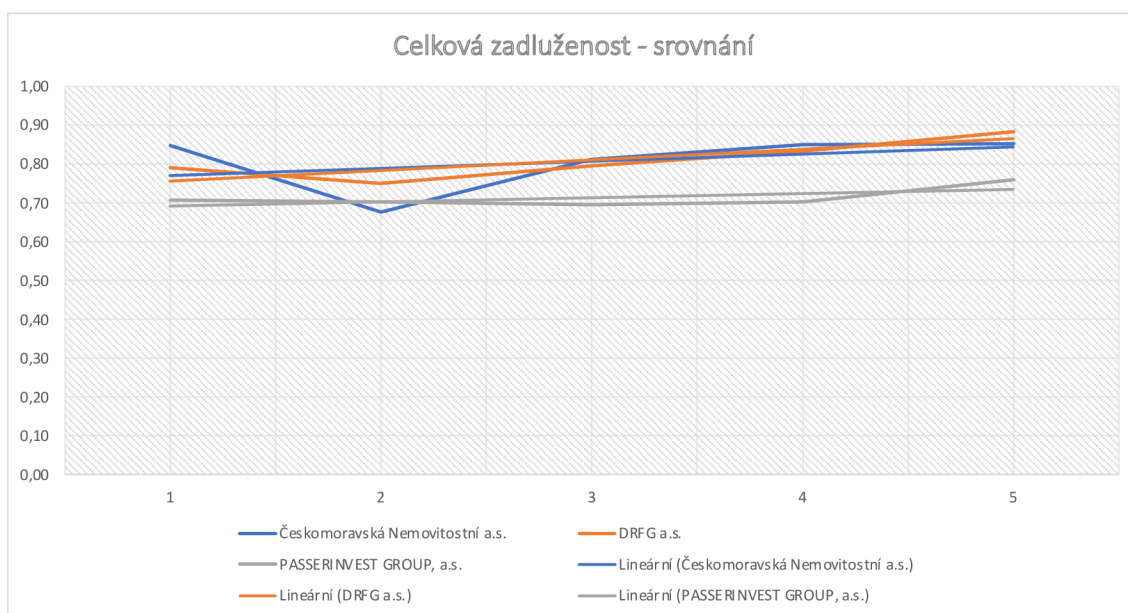
- VÝVOJ ZADLUŽENOSTI

Sledované společnosti spravovali v analyzovaném období značný majetek v řádu miliard Kč. Důležitý pohled je ze strany struktury zdrojů, za které byla aktiva pořízena, a jak dynamicky se případně v daných letech tento poměr měnil.

Celková zadluženost	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Průměr	Trend
Českomoravská Nemovitostní a.s.		0,85	0,68	0,81	0,85	0,85	0,81	→↑
DRFG a.s.	0,79	0,75	0,80	0,83	0,88		0,81	→↑
PASSERINVEST GROUP, a.s.		0,71	0,70	0,70	0,70	0,76	0,71	→↑

Tabulka 16 Vývoj zadluženosti – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Jak je patrné z tabulky, všechny tři investiční skupiny volí podobnou strategii hospodaření. Zapojují vysoké množství cizích zdrojů a oproti tomu relativně malé množství kapitálu vlastního. Společnosti Českomoravská Nemovitostní, a.s. a DRFG a.s. mají za sledované období shodně 81 % průměrnou zadluženost majetku. PASSERINVEST GROUP, a.s. je nedaleko s průměrným zapojením cizích zdrojů ve výši 71 %. Nejvyšší zaznamenanou zadluženost aktiv jsme pozorovali v roce 2020 u holdingu DRFG, a.s. ve výši 88 %.



Obrázek 14 Vývoj zadluženosti, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)

Vývoj zadluženosti je stabilní, u všech tří společností mírně rostoucí. Nejméně cizích zdrojů využíval podnik PASSERINVEST GROUP, a.s. a to ve všech letech sledování. Největší nárůst využití cizích prostředků zaznamenala skupina Českomoravská Nemovitostní, a.s. v roce 2019, kdy se zadluženost zvedla o 19 % meziročně.

- KOMBINOVANÝ VÝVOJ

Při kombinovaném hodnocení vývoje výše popsaných ukazatelů se došlo k závěru, že jako nejstabilnější společnost se za dané období jeví holding DRFG a.s. Společnosti sice klesla celková aktiva, ale při bližším pohledu na výroční zprávu a účetní závěrku se můžeme domnívat, že prodej byl uskutečněn spojené osobě, která ovšem není součástí konsolidace. Takovému popisu odpovídají investiční fondy, které DRFG a.s. zakládá. Za zkoumané období má sice nejvyšší míru využití cizích zdrojů, až 88 %, managementu se ale tímto způsobem dařilo více zhodnocovat vlastní investovaný kapitál společnosti, kdy s výjimkou roku 2019 tento údaj dosahoval hodnot přes 10 %, a to jsou čísla, kterých ani jedna z ostatních společností v těchto letech nedosahovala. Akumulovaný dluh tak není tak nákladný, aby hodnotu ROE příliš snižoval spojenými náklady.

Uprostřed hodnocení dle těchto kritérií je skupina PASSERINVEST GROUP, a.s. Spravovala největší majetek, a přestože v prvních letech dosahovala horšího zhodnocení vlastního kapitálu, držela si stabilně nejnižší míru celkové zadluženosti, která představovala menší zátěž pro ekonomiku podniku. Míru využití cizích zdrojů management změnil až v poslední roce sledování. To mělo pozitivní efekt na míru zhodnocení vlastního kapitálu, která se dostala na 13 % při téměř shodné velikosti celkových aktiv. To bylo zároveň velké zlepšení, protože v tomto ohledu podnik nebyl příliš úspěšný.

Nejhůře autor práce hodnotí v tomto ohledu investiční skupinu Českomoravská Nemovitostní a.s. V prvních letech se prezentovala lepšími výsledky než zbylé dva podniky. Dva poslední roky 2020 a 2021 ovšem značně klesla její výkonost. Celková aktiva podniku jako jediná výrazně rostla. Míra využití cizích zdrojů byla v jednotlivých letech víceméně podobná (s výjimkou roku 2018). Cena dluhu ale zřejmě převyšovala výnosy až příliš. To je znát především na upadajícím výsledku rentability vlastního kapitálu. Z velmi dobrých poměrových hodnot podnik zaznamenal v roce 2020 a 2021 zhodnocení pouze 7, resp. 5 %. Právě důvod klesajícího trendu výkonu řadí tuto skupinu ve srovnání na poslední příčku.

5 Závěr

Hlavním cílem této práce bylo vymezení a popsání poměrových ukazatelů, které považujeme za klíčové ve vztahu k ekonomické výkonnosti společnosti. Následně tyto ukazatele použít, ať už některé samostatně nebo v aplikaci na ekonomické modely, a určit tak výkon tří vybraných podniků. Tím byly Českomoravská Nemovitostní a.s., DRFG, a.s. a PASSERINVEST GROUP, a.s. Na základě dosažených výsledků se provedlo srovnání vypočtených hodnot a určila se společnost, která je z výběru nejvíce stabilní, resp. výkonná. To vše za využití dat získaných z účetních výkazů, které jsou podniky prezentované, a také podle nefinančních informací z okolí podniku, které mají nejčastěji zdroj ve výročních zprávách těchto firem.

Stanovili jsme čtyři základní výzkumné otázky. Jaká je ekonomická výkonnost jednotlivých společností? Jsou zkoumané společnosti bonitní? Jaký je vývoj hospodaření zkoumaných společností v čase? Jsou stabilní? A Která ze zkoumaných společností se jeví jako ekonomicky nejsilnější, a která jako nejslabší?

Výkon ekonomik jsme získali měřením vývoje celkových aktiv a rentability vlastního kapitálu. Zjistili jsme, že všechny tři podniky dokáží meziročně výrazně růst ve spravovaném majetku. Tento majetek financují z velké většiny cizími zdroji. Přestože svými dosaženými výnosy povětšinou pokryjí veškeré nákladové úroky spojené se správou akumulovaného dluhu, má výše dluhu velký vliv na míru zhodnocení vlastního kapitálu, kterým je společnost v majetku angažovaná. Ten se zhodnocuje u všech tří relativně malým tempem zřídka přesahující 10 % ročně. Firmy dosahují dostatečné výkonnosti pro dlouhodobý nepřerušovaný provoz. Akcionářům přinášejí relativní jistotu za cenu nižšího tempa růstu investovaných prostředků.

Pro stanovení bonity byly aplikovány dva vybrané ekonomické modely. Bonitní model Index Bonity a bankrotní model Index IN05. Tento na první protichůdný přístup byl zvolen schválně za účelem ověření výsledků. Modely ovšem nejsou tak rozdílné ve svém přístupu. Oba dávají největší váhu poměrovým indikátorům

pracujících s hodnotou hospodářského výsledku poměřovaného vůči výši spravovaného majetku. To je zároveň příčinou dosažených výsledků. Model Index bonity dává o něco menší váhu těmto indikátorům než Index IN05. Konkrétně u podniků z vybraného specifického segmentu ekonomiky bylo dosaženo protichůdných výsledků. Zatímco Index Bonity označil společnosti ve velké většině období jako bonitní, Index IN05 za stejná období označil společnosti povětšinou jako bankrotní. Trend vývoje obou křivek je ale u obou modelů a všech společností podobný. Tento paradox vychází ze samotného předmětu činnosti vybraných firem. Do svého majetku nakupují typicky velké nemovitosti s vysokou hodnotou. Disponují tak majetky v řádech miliard Kč. Tyto budovy spravují a pronajímají. Příjmy z nájmu jsou pro všechny tři firmy klíčové a téměř jediné. Ty ale ve své sumě dosahují jen řádů sta milionů Kč. Zlomku vůči stavu ocenění majetku. Přestože tyto výnosy postačují na provoz společností a na úhradu veškerých nákladových úroků, zbylý účetní zisk před daní dává výsledku poměrového ukazatele ROA (rentabilita aktiv) velmi nízkou hodnotu. A právě s tímto indikátorem oba modely počítají jako s tím nejdůležitějším. Protože jsou výsledky modelů protichůdné, pro hledání odpovědi jsme se obrátili na ostatní klíčové indikátory. Stabilita růstu aktiv, vývoje zadluženosti a výnosu na vlastním kapitálu bylo dospěno k názoru, že jsou všechny tři firmy ve sledovaném období bonitní.

Zaměřili jsme se také na vývoj hospodaření společností v čase. Na základě výsledků bonitního a bankrotního modelu byly stanoveny lineární trendy vývoje. Stejně trendy byly určeny i pro ostatní klíčové indikátory. Bylo zjištěno, že jako výsledků modelů, tak výsledky poměrových indikátorů zobrazují podobný trend.

Českomoravská Nemovitostní a.s. stabilně rostla v objemu spravovaného majetku. Zrcadlově s tím klesala výnosnost vlastního kapitálu, a tedy i výsledky bonitního a bankrotního modelu. Zadluženost se nicméně držela v letech stabilní.

DRFG, a.s. udržovala stabilní poměr spravovaného majetku a spolu s tím i stabilní vývoj rentabilit vlastního kapitálu. Proto se příliš v čase neměnily ani hodnoty

dosažené aplikování obou ekonomických modelů. Příliš se neměnil ani ukazatel celkové zadluženosti.

PASSERINVEST GROUP, a.s. ve sledovaném období předvedl zotavení všech ekonomických indikátorů ze záporných hodnot na úroveň stabilního a výnosového hospodaření. Vývoj majetku se v pěti sledovaných letech příliš nezměnil. Rostly ovšem výnosy, tím i rentabilita vlastního kapitálu a také výsledky bonitního a bankrotního modelu. Mírně se zvýšila i celková zadluženost.

Na základě dosažených dat můžeme jako nejstabilnější společnost označit DRFG, a.s. Ve všech měřených letech vykazovala stabilitu spravovaného majetku. Zadluženost společnost držela na průměrné úrovni 81 % a prezentovala se zhruba stejným zhodnocováním vlastního kapitálu v průměru 6 %. Podnik také dosáhnul nejlepších výsledků hodnot bonitního a bankrotního modelu. Index bonity firmu označil jako bonitní ve všech letech. Index IN05 jako bankrotní podnik označil pouze v jednom roce. Zbylé hodnoty zařadil do tzv. šedé zóny.

Nejhůře naopak hodnotíme společnost Českomoravská Nemovitostní a.s. která sice na začátku měření dosáhla nejlepších výsledků rentability vlastního kapitálu (v průměru 32 %) a nižší zadluženost (nejnižší, 68 % v roce 2018), ale poslední dva sledované roky zaznamenala nejnižší hodnoty poměrových ukazatelů z analyzovaných firem (ROE 5 %). Právě tento klesající trend jí v tomto srovnání dle hodnocení autora práce řadí na poslední místo. Nicméně to nutně neznamená, že se nachází v ekonomické tísní. Pokles lze přímo spojit s nákupem nového dlouhodobého majetku v hodnotě několik miliard Kč (Českomoravská Nemovitostní a.s., 2021). Tento rychlý růst aktiv, který je navíc zobrazen i trendem za sledované období, byl na úkor zhodnocení vlastního kapitálu. Tím také klesla hodnota naměřená oběma modely. Společnosti se nicméně podařilo udržet víceméně stabilní míru celkového zadlužení v průměru 81 %.

Společnost PASSERINVEST GROUP, a.s. zaznamenala jedny z nejhorších výsledků měření klíčových indikátorů (ROE -4 %, Index bonity -1,25 bodů, Index IN05 0,47

bodů) přesto jí řadíme mezi DRFG, a.s. a Českomoravskou Nemovitostní a.s. Důvod pro takové hodnocení je rostoucí trend v efektivnosti hospodaření podniku. Jako jediná ze tří společností totiž vykazuje růstový trend. Vývoj aktiv je za sledované období stabilní a pohybuje se u 19 miliard Kč. Z analyzovaných skupin je tedy jednoznačně nejmajetnější. Jako jediná zaznamenala růstový trend v indexech bonity a bankrotu. Rostla také míra zhodnocení vlastního kapitálu (až k 12 %) a zároveň udržuje nejnižší míru zadluženosti ze srovnávaných firem. Podobně jako u ostatních, i zde lze důvod horších výsledků z některých let asociovat s informacemi z výroční zprávy (PASSERINVEST GROUP, a.s., 2021). Důvodem horších výsledků byla reorganizace majetku a nákup vyššího objemu dlouhodobého hmotného majetku a účtování vyšších nákladů než výnosů. Jak ovšem zobrazuje výkaz cash flow, společnost byla za sledované roky likvidní.

6 Seznam použité literatury

- [1] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2019. 160 stran. ISBN 978-80-271-2028-4
- [2] WAGNER, Jaroslav. *Měření výkonnosti: Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 256 stran. ISBN 978-80-247-2924-4
- [3] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011. 248 stran. ISBN 978-80-247-3647-1
- [4] MARINIČ, Pavel. *Hodnotový management ve finančním řízení: Hodnota versus finance*. První vydání. Praha: Wolters Kluwer, a.s., 2014. 260 stran. ISBN 978-80-7478-405-7
- [5] DRFG a.s. *Bilanční zpráva 31/07/2021* [online]. Dostupné z: https://www.drfg.cz/wp-content/uploads/2017/02/DRFG_BZ_31.07.2021-1-1.pdf
- [6] DRFG a.s. *Výroční zpráva [2020] konsolidovaná* [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=68159327&subjektId=634839&spis=686798>
- [7] DRFG a.s. *Výroční zpráva [2019] konsolidovaná* [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=62957488&subjektId=634839&spis=686798>
- [8] DRFG a.s. *Výroční zpráva [2018] konsolidovaná* [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=58726260&subjektId=634839&spis=686798>
- [9] DRFG a.s. *Výroční zpráva [2017] konsolidovaná* [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=54085599&subjektId=634839&spis=686798>
- [10] PASSERINVEST GROUP, a.s. *Konsolidovaná výroční zpráva 2021* [online]. Dostupné z: <https://www.passerinvest.cz/files/documents/passerinvest-group-a.s.-konsolidovana-vyrocn-zprava-2021.pdf>
- [11] PASSERINVEST GROUP, a.s. *Konsolidovaná výroční zpráva 2020* [online]. Dostupné z: <https://www.passerinvest.cz/files/documents/passerinvest-group-a.s.-konsolidovana-vyrocn-zprava-2020.pdf>
- [12] PASSERINVEST GROUP, a.s. *Konsolidovaná výroční zpráva 2019* [online]. Dostupné z: <https://www.passerinvest.cz/files/documents/passerinvest-group-a.s.-konsolidovana-vyrocn-zprava-2019.pdf>

- [13] PASSERINVEST GROUP, a.s. *Konsolidovaná výroční zpráva 2018* [online]. Dostupné z: <https://www.passerinvest.cz/files/documents/passerinvest-group-a.s.-konsolidovana-vyrocn-zprava-2018.pdf>
- [14] Českomoravská Nemovitostní, a.s. *Výroční zpráva 2021* [online]. Dostupné z: https://cm-n.cz/documents/CMN_Vyrocn_zprava_2021_v14_FINAL_web.pdf
- [15] Českomoravská Nemovitostní, a.s. *Výroční zpráva 2020* [online]. Dostupné z: <https://cm-n.cz/documents/ceskomoravska-nemovitostni-vyrocn-zprava-2020.pdf>
- [16] Českomoravská Nemovitostní, a.s. *Výroční zpráva 2019* [online]. Dostupné z: https://cm-n.cz/documents/CMN_vyrocka2019.pdf
- [17] Českomoravská Nemovitostní, a.s. *Výroční zpráva 2018* [online]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=58875622&subjektId=936036&spis=1166281>
- [18] ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. První vydání. Praha. Grada Publishing, a.s., 2018. 240 stran. ISBN 978-80-271-2123-6
- [19] KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. Plzeň. Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o., 2019. 261 stran. ISBN 978-80-7380-756-6
- [20] RŮČKOVÁ, Petra. ROUBÍČKOVÁ Michaela. *Finanční management*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2012. 296 stran. ISBN 978-80-247-8037-5
- [21] KISELÁKOVÁ, Dana. ŠOLTÉS, Miroslava. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017. 192 stran. ISBN 978-80-271-0946-3
- [22] Zákon č. 563/1991 Sb. - *Zákon o účetnictví* [online], Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2004-256>
- [23] Zákon č.256/2004 Sb. – *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu* [online]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563#p21a>
- [24] MARKOVÁ, Hana. *Daňové zákony 2021, úplná znění platná k 1.1.2021*. 32. vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2021. 296 stran. ISBN 978-80-271-4120-3
- [25] RŮČKOVÁ, Petra. ROUBÍČKOVÁ, Michaela. *Finanční management*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2021. 296 stran. ISBN 978-80-247-8037-5
- [26] MIRČEVSKÁ, Dalimila. *Kapitálové společnosti, daně, účetnictví, právo*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 208 stran. ISBN 978-80-247-3000-4

- [27] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. Třetí vydání. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 stran. ISBN 978-80-7400-1949-9
- [28] KNÁPKOVÁ, Adriana. PAVELKOVÁ, Drahomíra. REMEŠ, Daniel. ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza – komplexní průvodce s příklady*. Třetí vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2017. 232 stran. ISBN 978-80-271-0563-2
- [29] NEUMAIEROVÁ, Inka. NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2002. 208 stran. ISBN 80-247-0125-1
- [30] VOCHOZKA, Marek a kol. *Přehled metod komplexního hodnocení podniků*. První vydání. České Budějovice: Vysoká škola technická a ekonomická v Českých Budějovicích, 2017. 247 stran. ISBN 978-80-7468-119-6
- [31] VOCHOZKA, Marek. MULAČ, Petr. a kol. *Podniková ekonomika*. První vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2012. 576 stran. ISBN 978-80-247-3647-1

7 Seznam obrázků

<i>Obrázek 1 Organizační struktura Českomoravská nemovitostní 2021 (Zdroj: vlastní zpracování, https://app.diagrams.net)</i>	28
<i>Obrázek 2 Trend, Index bonity, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	29
<i>Obrázek 3 Trend, Index IN05, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	31
<i>Obrázek 4 Organizační struktura DRFG a.s. 2020 (Zdroj: vlastní zpracování, https://app.diagrams.net)</i>	37
<i>Obrázek 5 Trend, Index bonity, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	39
<i>Obrázek 6 Trend, Index IN05, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	40
<i>Obrázek 7 Organizační struktura PASSERINVEST GROUP, a.s. 2021 (Zdroj: vlastní zpracování, https://app.diagrams.net)</i>	46
<i>Obrázek 8 Trend, Index bonity, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	47
<i>Obrázek 9 Trend, Index IN05, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	49
<i>Obrázek 10 Index bonity, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	55
<i>Obrázek 11 Index IN05, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	57
<i>Obrázek 12 Vývoj aktiv, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	59
<i>Obrázek 13 Vývoj ROE, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	60
<i>Obrázek 14 Vývoj zadluženosti, trend – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	61

8 Seznam tabulek

<i>Tabulka 1. Hodnocení Index bonity (Zdroj: vlastní zpracování, převzato z: Vochozka, 2011, str. 96)</i>	23
<i>Tabulka 2 Hodnocení Index IN05 (Zdroj: vlastní zpracování, převzato z: Vochozka, 2011, str. 112)</i>	24
<i>Tabulka 3 Index bonity, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	29
<i>Tabulka 4 Index IN05, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	30
<i>Tabulka 5 Ostatní poměrové ukazatele, Českomoravská Nemovitostní a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	32
<i>Tabulka 6 Index bonity, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	38
<i>Tabulka 7 Index IN05, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	40
<i>Tabulka 8 Ostatní poměrové ukazatele, DRFG a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	42
<i>Tabulka 9 Index bonity, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	47
<i>Tabulka 10 Index IN05, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	48
<i>Tabulka 11 8 Ostatní poměrové ukazatele, PASSERINVEST GROUP, a.s. (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	50
<i>Tabulka 12 Index bonity – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tabulka 13 Index IN05 – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	56
<i>Tabulka 14 Vývoj aktiv – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	58
<i>Tabulka 15 Vývoj ROE – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	59
<i>Tabulka 16 Vývoj zadluženosti – srovnání (Zdroj: vlastní zpracování)</i>	61

9 Přílohy

Zadání diplomové práce

Autor: Bc. Roman Boháček

Studium: I1900343

Studijní program: N0688A140001 Informační management

Studijní obor: Informační management

Název diplomové práce: **Klíčové indikátory výkonu firmy**

Název diplomové práce AJ: Key performance indicators of a company

Cíl, metody, literatura, předpoklady:

Cíl práce:

Definovat klíčové indikátory výkonu firmy a za pomoci informací ze standardních účetních závěrek, z veřejně dostupných zdrojů i z informací z okolí podniku formulovat závěry vedoucí ke zlepšení jejího výkonu.

Osnova:

1. Úvod, cíl práce, metodika zpracování
2. Indikátory výkonu firmy, jejich rozdělení, zdroje dat
3. Měření a analýza výkonu firmy
4. Porovnání výsledků měření s hodnotami konkurenčních společností
5. Závěr
6. Seznam použité literatury
7. Přílohy

Wagner J.: Měření výkonnosti, 2009, Praha: Grada Publishnig, a.s., 256 s., ISBN 978-80-247-2924-4

Vochozka M.: Metody komplexního hodnocení podniku, 2020, 2. aktualizované vydání, Praha: Grada Publishing, a.s., 248 s., ISBN 978-80-271-1890-8

Růčková P.: Finanční analýza, 2019, 6. aktualizované vydání, Praha: Grada Publishing, a.s., 160 s., ISBN 978-80-271-2633-0

Altman E.I., Hotchkiss E.: Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt, 2011, Third edition, ISBN 978-11-182-6780-6

Marinič P.: Hodnotový management ve finančním řízení, 2014, Wolters Kluver, 260 s., ISBN 978-80-7478-406-4

Zadávající pracoviště: Katedra ekonomie,
Fakulta informatiky a managementu

Vedoucí práce: Ing. Eva Freibauer Hamplová, Ph.D.

Datum zadání závěrečné práce: 15.3.2020