

# **ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.**

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku

## **ANALÝZA KAPITÁLOVÉ STRUKTURY MOTOR JIKOV Slévárna, a.s.**

**Bc. Petr PROCHÁZKA**

Vedoucí práce: prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.

*Tento list vyjměte a nahrad'te zadáním diplomové práce*

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod odborným vedením vedoucího práce.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a v práci jsem neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Mladé Boleslavi dne 14. 12. 2018

Děkuji prof. Ing. Jiřímu Strouhalovi, Ph.D. za odborné vedení diplomové práce, poskytování rad a informačních podkladů.

## Obsah

Seznam použitých zkratk a symbolů.....	7
Úvod.....	9
1 Majetková a kapitálová struktura .....	10
1.1 Kapitál společnosti.....	10
1.2 Majetek podniku .....	11
2 Bilanční pravidla .....	13
2.1 Zlaté pravidlo financování .....	13
2.2 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika.....	13
2.3 Zlaté pari pravidlo.....	14
2.4 Zlaté poměrové pravidlo.....	14
3 Finanční analýza.....	15
3.1 Horizontální a vertikální analýza .....	16
3.2 Ukazatele likvidity.....	17
3.3 Ukazatele zadluženosti .....	19
3.4 Ukazatele aktivity .....	20
3.5 Ukazatele rentability .....	21
3.6 Čistý pracovní kapitál a investovaný kapitál .....	22
3.7 Finanční páka.....	24
4 Náklady kapitálu .....	26
4.1 Náklady na cizí kapitál.....	27
4.2 Náklady na vlastní kapitál.....	29
4.3 Průměrné náklady na kapitál WACC.....	33
4.4 Ekonomická přidaná hodnota a WACC .....	36
5 Teorie zabývající se optimalizací kapitálové struktury .....	38
5.1 Statické teorie .....	38
5.2 Dynamické teorie .....	39
6 Praktická část .....	41
6.1 Představení firmy MOTOR JIKOV Slévárna a.s.....	41
6.2 Finanční analýza .....	42

6.3	Bilanční pravidla .....	51
6.4	Náklady kapitálu .....	54
6.5	Odvětvové statistiky .....	60
6.6	Analýza úrokové sazby mateřské společnosti.....	63
6.7	Návrh opatření .....	65
	Závěr .....	71
	Seznam literatury .....	73
	Seznam obrázků a tabulek.....	77
	Seznam příloh .....	79

## Seznam použitých zkratk a symbolů

a.s.	akciová společnost
$\beta_n$	beta koeficient nezadluženého podniku
$\beta_z$	beta koeficient zadluženého podniku
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CK	cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	diskontované cash flow
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a daněmi
$E(R_A)$	střední očekávaná výnosnost cenného papíru
$E(R_M)$	střední očekávaná výnosnosti na kapitálovém trhu
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCFF	volné cash flow do firmy
g	tempo růstu
$H_b$	hodnota podniku jako celku
i	úroková sazba
$N_{CK}$	náklady cizího kapitálu
$N_{VK}$	náklady vlastního kapitálu
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
$r_f$	bezriziková výnosnost
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu

ROCE	rentabilita úplatných zdrojů
ROIC	rentabilita investovaného kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
RPZ	riziková prémie země
t	sazba daně z příjmů
USA	Spojené státy americké
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady na kapitál



## Úvod

Cílem této diplomové práce je analýza kapitálové struktury společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s. Kapitálová struktura je jednou z klíčových oblastí, kterou se musí finanční management každého podniku zabývat. Správné nastavení zdrojů financování může pozitivně přispívat k tvorbě hodnoty podniku, což je jeden z hlavních cílů vlastníků.

Pro správné nastavení kapitálové struktury je nutné brát v úvahu celou řadu faktorů, které mají větší či menší vliv na rozhodování o zapojení cizího kapitálu. Příliš velká zadluženost podniku má negativní vliv na jeho budoucí hospodaření, jelikož na tyto zdroje je nutné vydávat finanční prostředky, což negativně ovlivňuje likviditu. Naopak příliš málo cizího kapitálu působí negativně na snižování výkonnosti podniku.

Práce je členěna na teoretickou a praktickou část. V teoretické části jsou postupně definovány teoretická východiska a metody, které jsou následně využity při analýze vybraného podniku. V rámci práce jsou využity především prvky finanční analýzy a bilanční pravidla, která poskytují velké množství informací nejen o výkonnosti podniku, ale i majetkové struktuře, která zaujímá podstatnou roli při rozhodování. Dále je použita metoda průměrných vážených nákladů kapitálu, na základě které je definována celková výše odměny, kterou požadují jak věřitelé podniku, tak i jeho vlastníci.

V praktické části je analyzována společnost MOTOR JIKOV Slévárna a.s., jejíž vlastní kapitál v posledních letech klesal, a proto je nutné analyzovat kapitálovou strukturu této společnosti. Nejprve je analyzována účetní rozvaha, která definuje základní představu o struktuře podniku. Následně je využito porovnání s odvětvovými statistikami. Závěr této části je věnován posouzení aktuální situace výše úrokových sazeb na trhu, jaký vliv by to mohlo na podnik mít a jaká rizika z toho pro podnik plynou. Po analýze jsou vysloveny návrhy, které by mohly zlepšit situaci této společnosti.

# 1 Majetková a kapitálová struktura

## 1.1 Kapitál společnost

Každý podnik disponuje větším či menším objemem majetku, který využívá pro tvorbu svých výrobků či jinou činnost. Veškerý tento majetek je nutné profinancovat zdroji, které podnik většinou získává na trhu.

*„Kapitálovou (finanční) strukturou podniku rozumíme strukturu zdrojů (původ, pramen), z nichž majetek podniku vznikl.“* (Synek, 2015, str. 148). Strukturu těchto zdrojů lze rozdělit podle několika faktorů. V závislosti na subjektu se hovoří o vlastním kapitálu a cizím kapitálu. V případě vlastního kapitálu se jedná o prostředky, které do podniku vkládají vlastníci daného podniku, nebo které podnik vygeneroval sám svojí činností v podobě zisků, případně ztráty. Na druhou stranu, v případě cizího kapitálu se jedná o vypůjčené prostředky. Tyto zdroje do podniku vkládají věřitelé například formou půjčky (Synek, 2015).

Dalším kritériem, podle kterého se dá rozdělit kapitál společnosti, je doba splatnosti. V případě cizího kapitálu se jedná o dělení na krátkodobý a dlouhodobý cizí kapitál. **Krátkodobý cizí kapitál** jsou veškeré prostředky, jejichž splatnost je kratší než jeden rok. Po této lhůtě je nutné tyto závazky splatit. Do této skupiny patří především krátkodobé bankovní úvěry a závazky z obchodních vztahů. Dále to mohou být neuhrazené závazky za zaměstnance, daňová povinnost a další. **Dlouhodobý cizí kapitál** je kapitál se splatností delší než jeden rok. Zpravidla se jedná o dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy, leasing a jiné (Synek, 2015). Vlastní kapitál nemá stanovenou splatnost a je tedy do podniku vkládán na neurčitou dobu. Z tohoto hlediska by za pořadí od nejdelší doby splatnosti po nejkratší vypadala následovně:

- Vlastní kapitál
- Dlouhodobý cizí kapitál
- Krátkodobý cizí kapitál

Za ideálních podmínek podnik využívá přesně tolik kapitálu, kolik dokáže efektivně využít. V praxi se ale realita často různí. Pokud podnik disponuje až příliš velkým množstvím zdrojů, jedná se o podnik, který je překapitalizován. V opačném případě může nastat situace, kdy podnik má naopak příliš málo zdrojů. Jedná se o

podnik podkapitalizovaný. V takovém případě může docházet k problémům s platební schopností, kdy podnik nemá zdroje na splácení svých závazků a je ohrožena jeho existence (Synek, 2015).

S nedostatkem kapitálu se podnik potýká v době, kdy rozšiřuje svou činnost. Tomu odpovídá i adekvátní navýšení dlouhodobého majetku. Ten však není financován pouze dlouhodobými zdroji, ale částečně i krátkodobými. Naopak v případě, že je podnik překapitalizovaný nastává situace, kdy dlouhodobé zdroje kryjí nejen dlouhodobý majetek, ale i oběžná aktiva (Vochozka, Mulač, 2012).

## **1.2 Majetek podniku**

Jelikož s kapitálovou strukturou je úzce spojená majetková struktura, je nutné nejprve provést analýzu majetku. Aby byl podnik schopný rozhodovat o struktuře svých zdrojů financování, je velmi důležité nejprve porozumět struktuře majetku a jeho likviditě. Každý podnik je specifický a disponuje jiným majetkem. Až teprve po majetkové analýze lze následně rozhodovat o výši a struktuře pasiv.

Aktiva (majetek) podniku se v rozvaze dělí na dlouhodobá aktiva a oběžná aktiva.

Dlouhodobá aktiva slouží podniku několik období a jejich hodnota se tedy nespotřebovává najednou, ale postupně. Je možné ho dále dělit na:

- hmotná aktiva (budovy, pozemky, stroje aj.)
- nehmotná aktiva, například software, licence, patenty, které podnik využívá v rámci své činnosti
- dlouhodobé investice

Druhou skupinou aktiv jsou krátkodobá respektive oběžná aktiva. Ta jsou do podniku pořizována za účelem okamžité spotřeby v rámci jednoho období. Mezi oběžná aktiva se řadí:

- zásoby
- pohledávky
- krátkodobý finanční aktiva
- peněžní prostředky (Bokšová, 2013).

Podnik by si měl být vědom, že každé aktivum má jiný stupeň likvidity, tedy schopnost majetku přeměnit se na peníze. Nejlikvidnějším aktivem podniku jsou samozřejmě peníze. Následně se jedná o pohledávky, jak krátkodobé, tak i dlouhodobé, a zásoby. Naopak nejméně likvidní aktiva jsou budovy, stroje a jiný dlouhodobý majetek. (Synek, 2011).

## **2 Bilanční pravidla**

Pro určení kapitálové struktury existují určitá pravidla, která poskytují doporučení pro podnik. Konkrétně se jedná o tato čtyři pravidla:

- Zlaté pravidlo financování
- Zlaté pravidlo vyrovnání rizika
- Zlaté pari pravidlo
- Zlaté poměrové pravidlo

### **2.1 Zlaté pravidlo financování**

Podle toho, jakou má majetek likviditu, by mělo odpovídat i jeho financování. Majetek, který lze rychle převést na peněžní prostředky neboli oběžná aktiva, lze financovat krátkodobými zdroji. Naopak dlouhodobý majetek, jehož likvidita je nízká, by měl být financován dlouhodobými zdroji. Dále se doporučuje, aby aktiva, která jsou specifická pro daný podnik, byla financována především vlastním kapitálem (Kislingerová, 2010).

Pokud podnik zmíněné pravidlo poruší, vystavuje se nebezpečí platební neschopnosti. V případě, že využívá více krátkodobých zdrojů financování než oběžného majetku, je krátkodobými zdroji financována i část dlouhodobého majetku. Krátkodobé dluhy musí být splaceny do jednoho roku, zatímco u dlouhodobého majetku se předpokládá, že bude generovat peněžní prostředky v delším časovém horizontu.

V případě, že podnik využívá více dlouhodobých zdrojů, je jimi financována i část oběžných aktiv a podnik se stává méně efektivním. Dlouhodobý kapitál je totiž dražší a snižuje tak výkonnost podniku, což je jedno z hledisek, které sledují vlastníci.

### **2.2 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika**

Hlavní podstata tohoto pravidla je, že vlastníci i věřitelé by se měli na financování podniku podílet ve stejné výši. Proto existuje obecně doporučení, že by podnik měl využívat cizí kapitál maximálně z padesáti procent, tedy maximálně 1:1. Pokud by se podnik velmi zadlužil, nemusel by být schopen v případě náhlých problémů úvěry splatit. Naproti tomu, čím více vlastního kapitálu podnik má, tím nižší riziko

je s ním spojeno. Samozřejmě nelze každý podnik posuzovat stejně, a tak je vhodné přihlížet i oboru podnikání (Kislingerová, 2010)

### **2.3 Zlaté pari pravidlo**

Toto pravidlo se zaměřuje na to, kolik vlastního kapitálu by měl podnik mít vzhledem k dlouhodobým aktivům. Dle tohoto pravidla by dlouhodobý majetek měl být převážně financován vlastními zdroji. Vlastního kapitálu by nemělo být málo, ani příliš mnoho. (Kislingerová, 2010). Pokud by podnik financoval dlouhodobý majetek jenom pomocí vlastního kapitálu, zbytečně by přicházel o možnost využití dlouhodobých cizích zdrojů, které jsou levnější.

### **2.4 Zlaté poměrové pravidlo**

Poslední pravidlo se týká souladu vývoje investic a vývoje tržeb. Podnik by neměl mít tempo růstu investic vyšší než je tempo růstu tržeb. Nedodržení tohoto pravidla může mít závažné důsledky pro chod celého podniku. Pokud by podnik nerespektoval toto pravidlo, mohl by mít problém s likviditou, rentabilitou, nevyužití kapacit atd. (Kislingerová, 2010)

Pokud by podnik investoval vyšší částky, než o jaké by rostly celkové tržby podniku, snižovala by se tím zbytečně rentabilita aktiv. Zatímco zisk podniku by rostl nízkým tempem, celková výše aktiv by rostla rychleji než zisk a rentabilita, důležitý ukazatel pro vlastníky, by klesala. Zároveň by podnik těmito investicemi zvyšoval své kapacity, zatímco tržby, respektive požadavky zákazníků na množství výrobků, by klesaly. Tyto kapacity by se tedy neúměrně navyšovaly a nebylo by možné je maximálně využít. Snižovala by se tak efektivita podniku.

### 3 Finanční analýza

Aby bylo rozhodování managementu o dalším působení firmy úspěšné, je potřeba velké množství informací o finanční pozici podniku. K tomuto účelu lze použít finanční analýzu podniku. „*Finanční analýza slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku.*“ (Knápková, Pavelková, 2010, str. 15)

Jedná se tedy o nástroj, který manažeři podniku využívají pro analýzu veškerých finančních dat především získaných z účetních výkazů jak minulých, tak i současných. Na základě toho poté dochází k rozhodování o nejrůznějších činnostech podniku, jako je alokace volných finančních prostředků, volbě vhodné kapitálové struktury, rozdělení zisku a další. Na základě těchto dat se uživatelé finanční analýzy snaží sestavit odhad budoucího vývoje podniku. (Knápková, Pavelková, 2010).

Finanční analýza poskytuje velké množství ukazatelů, které dávají informace z různých oblastí jako je ziskovost podniku, jeho platební schopnost, výkonnost a další. Z tohoto důvodu lze také rozdělit i uživatele finanční analýzy. Díky tomu lze stanovit skupinu relevantních ukazatelů, které se budou sledovat (Růčková, 2015).

Uživatelé finanční analýzy lze rozdělit do několika skupin. Nejdůležitějšími skupinami jsou manažeři, vlastníci podniku a věřitelé. Nicméně existují i další subjekty, jako jsou zaměstnanci a stát. Manažeři sledují finanční ukazatele velmi komplexně jak z hlediska ziskovosti, která je nejvíce sledovaná vlastníky podniku, tak z hlediska platební schopnosti nebo finanční nezávislosti. Vlastníci podniku sledují především ziskovost podniku a jeho schopnost zhodnocovat vložené finanční prostředky. Z hlediska těchto faktorů je proto zajímavá především vývoj tržních ukazatelů. Na druhou stranu, věřitelé podniku, jako jsou především bankovní subjekty, se zajímají hlavně o splňování závazků vůči nim. Tyto subjekty proto budou analyzovat hlavně likviditu podniku, jeho platební a úvěrovou schopnost, výši a vývoj cash flow a na základě těchto skutečností stanoví úvěrové podmínky (Růčková, 2015).

Pro finanční analýzu jsou velmi důležité zdroje informací, odkud jsou tato data získávána. Kromě účetních výkazů, jako je především rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow, lze získat i spoustu informací z výročních zpráv podniku, pokud jsou tyto zprávy vydávány nebo lze využít internetových stránek podniku. Také je

vhodné využít i dat Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, které vytváří souhrnné informace o celých odvětvích a je tak možná porovnatelnost v rámci odvětví (Knápková, Pavelková, 2010).

Finanční analýza nabízí také možnosti pro analýzu kapitálové struktury. Díky této analýze podnik dokáže zjistit výši potřebného kapitálu, ale i jeho strukturu. V rámci analýzy kapitálové struktury lze využít horizontální a vertikální analýzy. Horizontální analýza porovnává majetek a kapitál společnosti – viz bilanční pravidla. Naproti tomu vertikální analýza poskytuje informace o struktuře zdrojů a jejich vývoji. Nicméně tyto informace nejsou příliš užitečné samy o sobě. Velký dopad na kapitálovou strukturu má i odvětví, v jakém firma podniká. Obecně lze tvrdit, že průmyslové odvětví disponují vyrovnanější strukturou. Na druhou stranu obchodní společnosti budou využívat více cizích zdrojů (Růčková, 2015).

### **Metody finanční analýzy**

Dle Knápkové a Pavelkové (2010) lze základní metody rozdělit následovně:

- Analýza stavových ukazatelů a tokových ukazatelů, kdy je využita horizontální a vertikální analýza
- Analýza rozdílových ukazatelů, kdy je zkoumán především čistý pracovní kapitál
- Analýza poměrových ukazatelů (ukazatele likvidity, zadluženosti, aktivity, rentability a další.)
- Analýza soustav ukazatelů
- Souhrnné ukazatele hospodaření

Jak již bylo zmíněno, finanční analýza dává celou řadu poměrových ukazatelů, které lze využít pro analýzu kapitálové struktury. Těmito ukazateli jsou především ukazatele likvidity a zadluženosti. Nicméně i ukazatele aktivity dávají podstatnou informaci o využití majetku, a tudíž i jeho potřebě.

### **3.1 Horizontální a vertikální analýza**

*„Horizontální analýza se zabývá porovnáním změn položek jednotlivých výkazů v časové posloupnosti. Vypočítává se absolutní výše změn a jejich procentní*



vyjádření k výchozímu roku.“ (Knápková, Pavelková, 2010, str. 66). Procentní změna se tedy vypočítá následovně (1).

$$\% \text{ změna} = \frac{\text{ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1}}{\text{ukazatel}_{t-1}} \times 100 \quad (1)$$

Na základě toho si lze vytvořit představu o tom, jak se celková výše majetku a kapitálu vyvíjí a identifikovat možné problémy.

Druhým typem je vertikální analýza. Principem této analýzy je prozkoumat strukturu jednotlivých položek rozvahy vůči bilanční sumě a zjistit tak informaci o vývoji procentuálního podílu těchto položek v jednotlivých letech. Také je možné využití komparace s ostatními podniky v odvětví (Růčková, 2015). Vertikální analýzu lze využít i pro výkaz zisků a ztrát, kde dochází nejčastěji k poměřování jednotlivých položek výkazu vůči celkové výši tržeb.

### **3.2 Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity dávají informaci o platební schopnosti podniku. Likvidita je pro podnik velmi důležitá, neboť pokud nemá podnik dostatečné množství peněžních prostředků na včasné placení svých závazků, může se dostat velmi rychle do bankrotu. Likviditu podniku lze rozdělit na okamžitou, pohotovou a běžnou (Růčková, 2015).

#### **Okamžitá likvidita**

Jedná se o likviditu, jejíž hodnota se vypočítá, jako podíl nejlíkvidnějších prostředků vůči krátkodobým závazkům – viz (2). Za nejlíkvidnější položky jsou přitom považovány nejen bankovní účty a hotovost, ale také další vysoce likvidní prostředky jako jsou například šeky.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (2)$$

Hodnota by se měla pohybovat na úrovni 0,2. (Kislingerová, 2010) Tedy v případě potřeby by podnik dokázal okamžitě splatit 20 % svých krátkodobých závazků.

#### **Pohotová likvidita**

Pohotová likvidita se vypočítá se jako podíl oběžných aktiv snížených o zásoby a krátkodobých závazků – viz (3). Zásoby jsou v tomto případě vyloučeny proto, že

jejich schopnost přeměny na peněžní prostředky je nejnižší. Z tohoto důvodu je vhodné vyloučit i nedobytné pohledávky.

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{Ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva-z\acute{a}sob\acute{y}}}{\text{Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}} \quad (3)$$

Obecně by se tato hodnota měla pohybovat okolo 0,7-1,0 (Kislingerová, 2010). Pokud podnik dodržuje dané pravidlo, znamená to, že je schopen téměř splatit všechny své aktuální závazky, aniž by byly brány v úvahu zásoby.

### **Běžná likvidita**

Jedná se nejobecnější tvar, kdy je posuzována celková výše oběžných aktiv vůči krátkodobým závazkům – viz (4). Obecně by se hodnota měla pohybovat od 1,6 do 2,5 (Kislingerová, 2010)

$$\text{B\acute{e}žn\acute{a} likvidita} = \frac{\text{Ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva}}{\text{Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}} \quad (4)$$

### **Cash pooling**

S likviditou, zejména pak s okamžitou likviditou, je spojen termín cash pooling.

*„Odborně lze cash pooling popsat jako finanční nástroj, který sdružuje peněžní prostředky z více účtů a pracuje s nimi jako s jediným účtem.“* (Marek, 2009, str. 333).

Pokud je podnik součástí nějaké skupiny, například postavení matka a dcera, musí každý z těchto subjektů vést své bankovní účty, které jsou oddělené. V praxi však může nastat situace, kdy jedna entita má nedostatek financí a musí si půjčit. Naopak druhá entita může mít přebytek financí, ale nemá možnost tyto peníze investovat. Jednotlivé subjekty sdílejí prostředky na bankovních účtech a snaží se tak dosáhnout snížení nákladových úroků a optimalizaci cash flow. Cash pooling lze rozdělit na fiktivní a reálný (Kislingerová, 2010).

Fiktivní cash pooling je typ struktury, kdy nedochází k reálnému přesunu peněz mezi bankovními účty. Smyslem fiktivního cash pooling je redukce nákladových úroků, tak, že banka určí rozdíl mezi kreditními a debetními zůstatky a vypočítá tzv. čistý úrok (Kislingerová, 2010)

Další možností je využití reálného cash pooling, kdy dochází na konci dne k fyzickému přesunu peněžních zůstatků všech zapojených bankovních účtů na hlavní master účet. Zůstatky na bankovních účtech jsou nulové a nedochází tedy k úročení. Pouze master účet je úročený za celou skupinu. Nespornou výhodou je, že v případě nedostatečných peněžních prostředků, může dojít k čerpání jediného úvěru za celou skupinu (Kislingerová, 2010).

Reálný cash pooling lze rozdělit na zero balancing a target balancing. V případě prvního typu dochází k přesunu všech zůstatků zapojených účtů na hlavní účet, a tyto účty tedy vykazují nulové zůstatky. V případě typu target balancing se již nesnaží o přesunutí všech prostředků, ale udržuje se předem stanovená hodnota (cílová částka) na daném účtu (Režňáková, 2010).

### 3.3 Ukazatele zadluženosti

Další velmi užitečnou skupinou ukazatelů finanční analýzy z hlediska rozhodování o kapitálové struktuře jsou ukazatele zadluženosti. Ukazatelů zadluženosti existuje velké množství. Mezi ty nejznámější lze zařadit ukazatel věřitelského rizika, ukazatel úrokového krytí a finanční páku.

Základním ukazatelem je ukazatel věřitelského rizika, někdy také celková zadluženost, který se vypočítá, jako podíl cizích zdrojů k celkovým aktivům – viz (5). (Růčková, 2015)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} \quad (5)$$

Celkovou zadluženost je vhodné porovnávat v čase, kdy lze sledovat její vývoj.

Dalším z ukazatelů zadluženosti je ukazatel úrokového krytí. Jedná se o podíl EBITu k celkové výši nákladových úroků. Z daného vztahu (6) lze vidět kolikrát je podnik schopen splatit nákladové úroky ze svého zisku. Hodnota úrokového krytí by neměla být nižší než 3. (Kislingerová, 2010)

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celkový nákladový úrok}} \quad (6)$$

Kalouda (2011) uvádí, že hodnota úrokového krytí by měla být dokonce 5 až 8.

Vzhledem k tomu, že zisk společnosti je tvořen na akruální bázi, která se liší od skutečných peněžních toků firmy, je vhodnější namísto zisku EBIT použít právě cash flow (7) zvýšené o nákladové úroky (Strouhal, 2013).

$$\text{Úrokové krytí } CF = \frac{CF + \text{nákladové úroky}}{\text{nákladové úroky}} \quad (7)$$

I podnik, který má vysoký zisk, může mít problém s vymáháním svých pohledávek, a nemusí tak být schopen hradit své závazky.

O situaci podniku také dobře informuje ukazatel finanční páky. Jedná se o porovnání celkové výše aktiv vůči vlastnímu kapitálu (8). Vyšší stupeň logicky představuje vyšší celkovou zadluženost, jelikož jsou aktiva financována nižším objemem vlastního kapitálu (Strouhal, 2013).

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (8)$$

Koeficient překapitalizace (9) dává informaci o tom, jakým způsobem podnik financuje dlouhodobý majetek. Pokud je jeho hodnota vyšší než 1, je majetek podniku financován vlastním kapitálem (Strouhal, 2013).

$$\text{Koeficient překapitalizace} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (9)$$

Jedná se tedy o jiné vyjádření zlatého pravidla financování vysvětleného v kapitole zabývající se bilančními pravidly.

### 3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří výkonnost podniku neboli to, jak podnik dokáže efektivně využívat svá aktiva. Základním ukazatelem této skupiny je obrat aktiv (10) neboli vázanost investovaného kapitálu (Růčková, 2015)

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (10)$$

Tak jak je tomu i u ostatních ukazatelů, i zde je důležité porovnání v čase nebo s konkurencí. Pokud by hodnota tohoto ukazatele byla příliš nízká, nebo v čase klesala, znamenalo by to, že podnik potřebuje stále větší množství kapitálu na vygenerování stejného objemu tržeb. To by ovšem mělo vliv i na ostatní ukazatele, jako je úrokové krytí, rentabilita investovaného kapitálu, likvidita a další.

Velmi zajímavou skupinou jsou doba obratu pohledávek a doba obratu závazků. Díky těmto ukazatelům lze určit průměrný počet dní, kdy dochází k úhradě pohledávek, respektive závazků. Obecně platí, že by doba obratu pohledávek měla být vyšší než doba obratu závazků, neboť v případě nesplnění této podmínky se podnik vystavuje riziku druhotné platební neschopnosti. Jinými slovy, pokud by

doba obratu pohledávek byla kratší, docházelo by ke splácení pohledávek průměrně za delší období, než je splatnost závazků. Z tohoto důvodu musí mít podnik finanční rezervu. Pokud by v tomto případě navíc odběratelé přestali splácet své závazky včas, podnik by se mohl rychle ocitnout také v platební neschopnosti, jelikož nemusí mít dostatečnou finanční rezervu (Růčková, 2015).

Dobu obratu pohledávek určuje následující vztah (11). Obdobně lze tento vztah použít i v případě závazků (Strouhal, 2013).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrná výše pohledávek}}{\text{Denní tržby}} \quad (11)$$

### 3.5 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability analyzují výnosnost podniku a jeho vložených prostředků. Mezi tyto ukazatele se řadí mimo jiné rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita aktiv, rentabilita úplatného kapitálu a rentabilita tržeb.

Prvním z ukazatelů je **rentabilita vlastního kapitálu** ROE (12). Dle Růčkové (2015) se jedná o údaj, který zajímá především vlastníky a investory, neboť poskytuje informaci, jak efektivně podnik dokáže zhodnocovat jejich vložené prostředky. Hodnota tohoto ukazatele by měla být vyšší, než jaká je výnosnost státních dluhopisů. V opačném případě by do podniku nikdo neinvestoval, jelikož by mohl dosáhnout stejné nebo dokonce vyšší výnosnosti s menším rizikem.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (12)$$

Dalším ukazatelem je **rentabilita aktiv** (13). Jestliže ROE představoval zhodnocení prostředků vlastníků, ukazatel ROA představuje zhodnocení všech vložených prostředků, tedy celkový kapitál. Jeho hodnota tedy nezáleží na kapitálové struktuře. Vhodné je také použití zisku EBIT, jelikož ten není ovlivněn nákladovými úroky, a je tak možné následně provést porovnání s odvětvím pro zjištění případných odchylek (Růčková, 2015).

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (13)$$

**Rentabilita úplatného kapitálu** ROCE (14) je ukazatel podobný ROA, nicméně do jmenovatele vstupují jen zdroje, ze kterých plynou náklady, tedy vlastní kapitál a úročené cizí zdroje.

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{úplatné zdroje}} \quad (14)$$

**Rentabilita tržeb (15)** představuje provozní ziskovou marži a ukazuje, jaká část tržeb podniku se dostane do zisku.

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (15)$$

Díky tomu lze zjistit, jaká je výše celkových nákladů (Knápková, Pavelková, 2010). V případě porovnání s konkurencí je možné zjistit odchylky a oblast, v jakých má podnik silné a slabé stránky.

### 3.6 Čistý pracovní kapitál a investovaný kapitál

#### Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je hodnota oběžných aktiv, která podniku zůstane po uhrazení veškerých krátkodobých závazků. Nelze ovšem jednoduše odečíst položky „oběžná aktiva“ a „krátkodobé závazky“ z rozvahy, jelikož ne všechny položky je možné považovat za pracovní kapitál. Do pracovního kapitálu se obecně v rozvaze řadí tyto položky:

- Zásoby
- Pohledávky
- Finanční majetek

Zásoby a finanční majetek lze celý považovat za součást pracovního kapitálu. Z hlediska zásob patří veškeré položky do pracovního kapitálu. Sem patří jak zásoby materiálu podniku, tak i nedokončené i hotové výrobky. Tyto položky podnik využívá pro odstranění nesouladu mezi poptávkou a nabídkou dodavatelů, nebo se může jednat o pojistnou zásobu. Naproti tomu v případě pohledávek nelze všechny položky považovat za součást pracovního kapitálu. Těmito položkami jsou například finanční výpomoc, která může být poskytnuta mezi spřízněnými osobami, nebo také některé dlouhodobé pohledávky. V oblasti pasiv je nutné brát pouze položky, které se podílejí na financování pracovního kapitálu. Těmito položkami jsou „Dlouhodobé přijaté zálohy“, „Jiné dlouhodobé závazky“ a „Krátkodobé bankovní úvěry“. V rámci krátkodobých dluhů se jedná pak o

„závazky z obchodních vztahů“ a „Ostatní položky“ (Kislingerová, 2010). Tedy opět je nutné vyjmout například „závazky vůči spřízněným osobám“.

Otázkou zůstává, jaká by měla být výše čistého pracovního kapitálu. Na jednu stranu v případě, že je čistý pracovní kapitál záporný, neboli podnik vlastní více krátkodobých závazků než oběžných aktiv, nastává situace, kdy krátkodobé závazky financují dlouhodobý majetek a roste tak riziko – viz zlaté pravidlo financování. Na druhou stranu ani velmi vysoká úroveň čistého pracovního kapitálu není vhodná. Čistý pracovní kapitál musí být profinancován jinými již úročenými zdroji, se kterými jsou spojené náklady. V důsledku toho dochází k neefektivnímu využití zdrojů, kdy by tyto zdroje mohly být použity na financování perspektivních investic, díky kterým by došlo ke generování vyšších zisků.

### Investovaný kapitál

Pro výpočet průměrných nákladů na kapitál je velmi důležité stanovit úrokové sazby u jednotlivých položek pasiv. U nákladů vlastního kapitálu je možné využít různých modelů, například modelu ocenění kapitálových aktiv CAPM. U úročených cizích dluhů, je zase možné vycházet z úrokových sazeb, které si věřitel například banka nárokuje. Problém nastává u krátkodobých pasiv respektive u závazků z obchodních vztahů. U těchto závazků nejsou definované žádné úrokové sazby, a tak je vyčíslení nákladů obtížné. Proto se tyto závazky z pasiv vyjímají, a stejně tak se o stejnou hodnotu poníží i velikost pracovního kapitálu. Investovaný kapitál se tedy skládá z vlastních zdrojů financování a cizích úročených zdrojů – viz obr. 1. (Mařík, 2011)

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)	} Upravený pracovní kapitál
Oběžná aktiva	Neúročený kapitál (především krátkodobé závazky)	

Zdroj: Mařík, 2011, str. 167

**Obr. 1 Upravený pracovní kapitál pro výpočet investovaného kapitálu**

### 3.7 Finanční páka

Na rozhodování o velikosti cizího kapitálu závisí také finanční páka. Vlastníci podniku předpokládají určitou rentabilitu neboli návratnost jimi vložených peněz. Rentabilita vlastního kapitálu ROE, jak již bylo blíže specifikováno v kapitole o finanční analýze, se určí jako podíl čistého zisku EAT vůči vlastnímu kapitálu VK viz (16).

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (16)$$

V případě, že podnik dosahuje dostatečné výše zisku, může si dovolit vyšší zadlužení, které působí kladně na rentabilitu vlastního kapitálu. V této situaci se jedná o pozitivní efekt finanční páky. Zda zvýšení cizího kapitálu (D) bude mít pozitivní nebo negativní efekt, závisí na velikosti provozního zisku EBIT, neboli čistého zisku před úroky a zdaněním – viz (17).

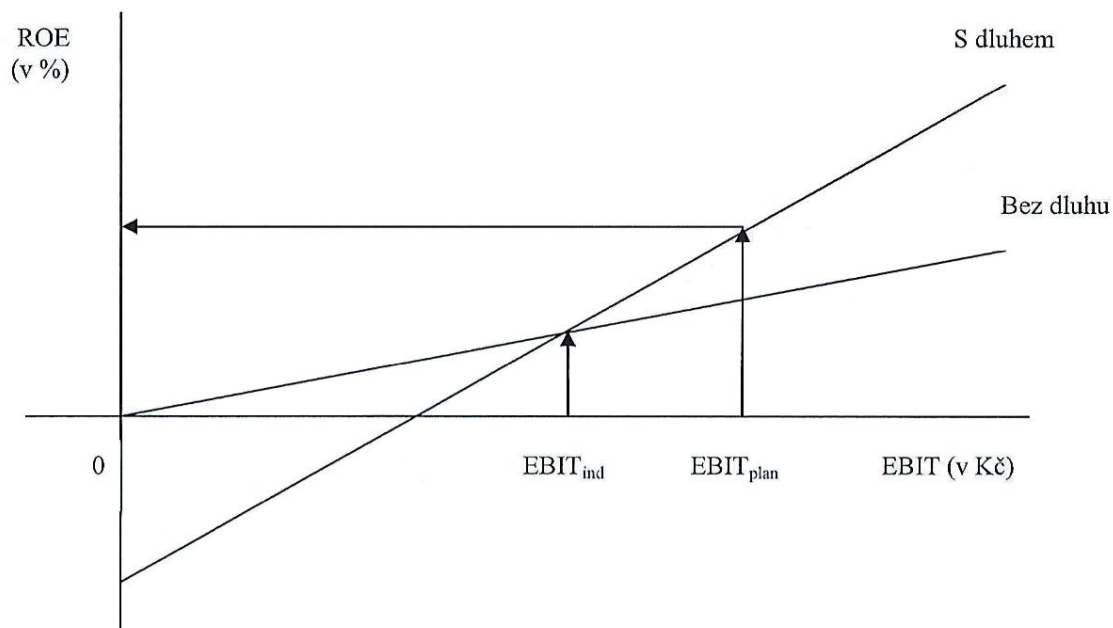
$$EAT = (EBIT - i \times D) \times (1 - t) = -i \times D \times (1 - t) + (1 - t) \times EBIT \quad (17)$$

Následující vztah (18) znázorňuje závislost čistého zisku EAT na provozním zisku EBIT (Mrkvička, Strouhal, 2014).

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{-i \times D \times (1-t)}{VK} + \frac{1-t}{VK} \times EBIT \quad (18)$$

Na obrázku 2 je znázorněn vývoj rentability vlastního kapitálu v závislosti na provozním zisku v případě plného financování vlastním kapitálem a v případě částečně zadluženého podniku.





Zdroj: Mrkvička, Strouhal, 2014, str. 254

**Obr. 2 Vztah mezi EBIT a ROE**

Pokud zisk EBIT je dostatečně vysoký, zadluženost podniku bude pozitivně přispívat na hodnotu ROE, a tudíž tento ukazatel poroste rychleji, než kdyby společnost nevyužívala cizích zdrojů. Na druhou stranu v případě, že EBIT nebude dostatečně vysoký, ukazatel ROE bude klesat razantněji v případě vyšší zadluženosti (Mrkvička, Strouhal, 2014).

Pokud společnost dosahuje takové výše zisku EBIT, při které nezáleží na kapitálové struktuře, jedná se o bod indiference. V tomto případě tedy nezáleží na tom, zda podnik financuje svou činnost čistě jen pomocí vlastního kapitálu nebo kombinací vlastních a cizích zdrojů. Výsledný efekt na hodnotu ROE je nulový. (Mrkvička, Strouhal, 2014).

Zda bude mít finanční páka pozitivní nebo negativní efekt závisí také na nákladech cizího kapitálu. V případě, že rentabilita investovaného kapitálu je vyšší, než je úroková sazba, dochází k pozitivnímu efektu finanční páky a zvýší se tím rentabilita vlastního kapitálu (Palepu, 2010).

## 4 Náklady kapitálu

S použitým kapitálem jsou spojeny i určité náklady, se kterými podnik musí počítat, a které by měl zahrnout do své kalkulace. Náklady kapitálu lze rozdělit na náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu. V případě cizího půjčeného kapitálu musí podnik platit odměnu věřitelům za poskytnutí svých finančních prostředků. Nutno říci, že i s vlastním kapitálem jsou spojeny určité náklady. Vlastníci také požadují jakousi odměnu za to, že do podniku vložili své volné finanční prostředky v domněnání, že se jejich peníze v budoucnu zhodnotí.

Náklady kapitálu závisí na několika faktorech. Jedním z nich je míra rizika spojená s daným typem kapitálu. S vyšší rizikovostí podniku, které pocítují investoři, roste i jimi požadovaná výnosnost. Pokud do podniku vloží peníze věřitel, například banka poskytnutím úvěru, jsou přesně stanoveny podmínky splatnosti a podmínky jednotlivých plateb. Věřitel přesně ví, kdy, jak a v jaké výši dostane své peníze zpět. Naproti tomu u vlastníka je situace odlišná. Pokud se investor rozhodne investovat do podniku formou nákupu akcií nebo jiným vkladem do vlastního kapitálu, není zaručeno, kdy dostane své peníze zpět. (Nývtová, Marinič, 2010)

Za předpokladu, že se podniku daří dobře a v rámci své činnosti vykazuje zisk, dostává vlastník určitou odměnu. Tím může být vyplacená dividenda nebo růst akcie na trhu. Ovšem v případě, kdy podnik neprosperuje a nastává krize, může se dostat do ztráty. V takovém případě podnik vyplácet dividendy nebude, neboť by se dostal ještě do větších problémů. Z tohoto důvodu podstupují vlastníci největší riziko, a tedy budou požadovat také nejvyšší odměnu. Dalším faktorem ovlivňujícím požadovanou výnosnost jsou daně z příjmů. Všechny platby, které podnik platí věřitelům za půjčený kapitál lze zahrnout do nákladů a v důsledku toho snížit celkovou daňovou povinnost. Také doba vázanosti kapitálu má nemalý vliv na požadavky investorů. Čím déle je kapitál v podniku vázán, tím větší riziko investor podstupuje, a tím větší výnosnost bude požadovat. Nejdéle je v podniku vázán vlastní kapitál. Ten je do podniku vkládán na předem neurčenou dobu. Naopak nejkratší dobu je v podniku vázán krátkodobý cizí kapitál, například závazky z obchodních vztahů, proto se považuje za nejlevnější. Lze tedy obecně stanovit, že nejdražším kapitálem je vlastní kapitál, následně dlouhodobý cizí kapitál a nejlevnější pak krátkodobý kapitál. (Nývtová, Marinič, 2010)

## 4.1 Náklady na cizí kapitál

Dle Maříka (2011, str. 212) „Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu.“ Dle toho, kde podnik získává finanční zdroje, se mění i způsob výpočtu nákladů na tento kapitál.

Cizí kapitál může být pro podnik výhodný. Ať už se jedná o dlouhodobý bankovní úvěr, emisi dluhopisů nebo finanční leasing, vždy se jedná o náklady, které jsou pro podnik daňově uznatelné, a tedy snižují celkovou daňovou povinnost. Vzniká tedy úrokový daňový štít, díky kterému je cizí kapitál levnější. V případě vlastního kapitálu je situace odlišná, například výplata dividend. Veškeré částky, které podnik vynaloží na výplatu dividend, nejsou daňově uznatelné, a tedy nemají žádný dopad do celkové daňové povinnosti. (Kislingerová, 2010)

### Bankovní úvěr

Pokud se podnik rozhodne využít bankovního úvěru, bude s tímto úvěrem spojen i úrok, který je povinen podnik zaplatit bance. Tento úrok vstupuje do nákladů podniku a vzniká úrokový daňový štít. Tuto úsporu vyjadřuje následující vzorec (19), kde „ $i$ “ představuje úrokovou míru, „ $D$ “ výši úvěru a „ $t$ “ daňovou sazbu.

$$i \times D \times t \quad (19)$$

Efektivní úroková sazba  $N_{CK}$  (20) se dá následně vyjádřit jako úroková sazba „ $i$ “ zdaněná sazbou daně z příjmů „ $t$ “ (Nývtová, Marinič, 2010).

$$N_{CK} = i \times (1 - t) \quad (20)$$

Často jsou konkrétní výše úvěrů a jejich sazby nezveřejňované a slouží jen pro potřeby managementu. V tomto případě lze využít i informace z účetních výkazů, kdy jsou celkové nákladové úroky poděleny celkovou výší bankovních úvěrů. Další možností je využití aktuálních úrokových sazeb jednotlivých bank (Kislingerová, 2010).

V případě, že se finanční situace podniku bude měnit, například bude růst jeho zadluženost, lze očekávat vzhledem k vyššímu riziku i vyšší úrokovou sazbu, kterou budou požadovat věřitelé. Otázkou však zůstává, jakým způsobem odhadnout výši úrokové míry právě v závislosti na změně zadluženosti podniku.

Dle Maříka (2011) lze pro tento odhad využít rizikové přírážky, která se mění v závislosti na ratingu společnosti. Dle vzorce (21) se náklady cizího kapitálu ( $N_{CK}$ ) určí jako součet bezrizikové míry ( $r_f$ ) a rizikové přírážky.

$$N_{CK} = r_f + \text{přirážka} \quad (21)$$

Je tedy nutné nějakým způsobem určit rating dané společnosti. Jelikož postupy, které ratingové společnosti používají, jsou většinou utajené, využívá se často zjednodušeného určení pomocí úrokového krytí. Následně se dle výše koeficientu přiřadí přírážka. Pro tyto účely lze využít stránky Damodarana, který uvádí tzv. default spread.

### **Finanční leasing**

Další možností pro podnik, jak získat dlouhodobý majetek, je finanční leasing. Leasing je určitý typ nájmu, kdy nájemce platí pronajímateli úrok za to, že může dané aktivum využívat. To znamená, že zmíněné aktivum podnik nevlastní, ale získává právo ho využívat. Výhodou tohoto typu financování je, že podnik nemusí vynaložit velký objem peněz v jednom okamžiku. Na druhou stranu s touto formou pořízení dlouhodobých aktiv jsou spojeny i další náklady než je cena samotného majetku, jelikož leasingová společnost bude za tuto službu požadovat určitou odměnu (Kislingerová, 2010).

Nabídek leasingových společností je velké množství. Obecně lze při stanovení leasingového nákladu vycházet z následujícího vzorce – viz (22), kde  $P$  představuje cenu majetku,  $B$  částku, kterou požaduje leasingová společnost na samotném začátku, „ $a$ “ splátka, kterou podnik platí na konci každého období, „ $n$ “ celkový počet období a „ $r$ “ úrok, který se váže ke konkrétnímu období (měsíc, rok atd.)

$$P = B + \frac{a}{(1+r)} + \frac{a}{(1+r)^2} + \frac{a}{(1+r)^3} + \dots + \frac{a}{(1+r)^n} \quad (22)$$

Celková cena majetku se tedy vypočítá jako součet částky  $B$  a hodnot všech splátek „ $a$ “ diskontovaných na současnou hodnotu, kde jako diskontní míra je použit úrok „ $r$ “ (Kislingerová, 2010).

## 4.2 Náklady na vlastní kapitál

Určení výše nákladů na vlastní kapitál je oproti cizímu kapitálu obtížnější. Existuje několik metod, pomocí kterých se dají tyto náklady určit. Jedná se například o dividendový model, model CAPM nebo různé stavebnicové modely.

### Dividendový model

V případě, že se jedná o podnik, který vyplácí svým akcionářům dividendy, lze pro stanovení nákladů použít dividendový model. Model předpokládá stabilní neměnnou výši dividend. Při dodržení tohoto předpokladu spolu s neomezeně dlouhou dobou držby se náklady na vlastní kapitál vypočítají jako podíl výše dividendy a tržní ceny akcie (23).

$$N_{VK} = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (23)$$

V praxi se však může dividenda zvyšovat konstantním tempem růstu  $g$ . Proto je nutné vzorec (24) upravit (Dluhošová, 2010).

$$N_{VK} = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} + g \quad (24)$$

### Model CAPM

Další možností, jak vyčíslit náklady vlastního kapitálu, je využití modelu ocenění kapitálových aktiv neboli CAPM. „Mezi důležité prvky modelu CAPM patří tzv. *přímka cenných papírů*, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu“ (Mařík, 2011, str. 216).

Model CAPM lze zapsat následujícím vztahem – viz (25). Průměrná výnosnost cenného papíru  $E(R_A)$  je určena jako součet bezrizikové výnosnosti  $r_f$  a prémie za tržní riziko  $E(R_M) - r_f$ , posledním parametrem je zde koeficient  $\beta$ .

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \times \beta_A \quad (25)$$

Právě koeficient  $\beta$  je parametr, který odlišuje jednotlivé podniky. Jedná se o posouzení rizika konkrétního podniku vůči riziku celého kapitálového trhu. Mohou tedy nastat celkem tři situace. V případě, že koeficient  $\beta$  je roven jedné, je riziko akcie stejné jako riziko kapitálového trhu. V případě, že je větší než jedna, je riziko větší a naopak (Mařík, 2011).

Jelikož data z kapitálového trhu ČR nejsou příliš kvalitní, nabízí se možnost upravit výše zmíněný vzorec (26) následovně:

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \times \beta_A + RPZ \quad (26)$$

V takovém případě je doporučeno využít data ze zahraničí (např. USA) a následně výsledek upravit o rizikovou prémii země RPZ, díky které jsou výsledky možné použít i pro podniky v České republice (Mařík, 2011). Pro stanovení rizikové přirážky země je možné využít Damodarana, který na svých stránkách určuje hodnoty RPZ pro jednotlivé země.

K určení nákladů kapitálu pomocí modelu CAPM je tedy potřeba určit všechny tři zbývající parametry: bezrizikovou výnosnost, rizikovou prémii a koeficient beta

### **Určení bezrizikové výnosnosti**

Problémem bezrizikové výnosnosti je, že neexistují žádná aktiva, která by byla zcela bez rizika. Proto se v tomto případě používají aktiva, která mají jen velmi malé riziko, a tak se bezrizikovým aktivům nejvíce přibližují. Za taková aktiva se považují státní dluhopisy nebo státní pokladniční poukázky. Jelikož na trhu lze nalézt dluhopisy s různými délkami splatností, nastává další otázka, a to, jaká doba splatnosti by se měla použít. Obecně je vhodné vybrat dluhopisy s delší dobou splatnosti, a to nejméně deset let. Může ovšem nastat situace, že na trhu existuje více druhů státních dlouhodobých dluhopisů s podobnými parametry. Pak je vhodné výnosy těchto dluhopisů zprůměrovat (Mařík, 2011).

### **Určení rizikové premie**

Riziková premie představuje rozdíl mezi výnosem na kapitálovém trhu a výnosem bezrizikových aktiv neboli státních dluhopisů. K určení této rizikové premie, respektive jejímu odhadu, se používají historická data z minulých období. Předpokládá se, že budoucnost se nebude příliš odlišovat od této minulosti, a zjištěné hodnoty tedy bude možné použít i pro následující období.

Rizikovou prémii tedy lze vypočítat jako  $E(R_M) - r_f$ , přičemž za  $r_f$  se dosadí průměrná výnosnost státních dluhopisů a za parametr  $E(R_M)$  lze dosadit například některý z tržních akciových indexů. Problémem ovšem je, jak dlouhý časový interval použít. Různě dlouhá období dají různé výsledky. Čím delší časový

horizont se použije, tím stabilnější a přesnější výsledky vzniknou, jelikož krátkodobé výkyvy budou eliminovány a nebudou tolik ovlivňovat výsledek, než kdyby se použil kratší časový interval (Mařík, 2011).

### Určení koeficientu beta

Dle Maříka (2011) lze koeficient beta vypočítat třemi způsoby:

- 1) Na základě historických dat
- 2) Metodou analogie
- 3) Na základě analýzy působících faktorů

Pro určení faktoru beta pomocí **historických dat** je analyzován vývoj minulých let.

Dle Maříka (2011, str. 223) „*Základním postupem, jak odhadnout beta, je zjistit regresní závislost mezi výnosy akcie oceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku a použít sklon regresní přímky (tj. regresní koeficient) jako parametr beta.* Pro výpočet lze využít vzorec (27), beta je určena jako podíl kovariance výnosnosti akcie podniku  $R_i$  a výnosnosti akciového trhu  $R_m$ , a rozptylu výnosnosti akciového trhu  $S_m^2$ .

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{S_m^2} \quad (27)$$

Nevýhodou této techniky je vysoká nestabilita vypočteného koeficientu. Na základě historických dat lze získat jen historický beta koeficient, jehož prognóza nemusí odpovídat budoucnosti. Další nevýhodou je, že tento výpočet lze použít jen pro akciové společnosti, které mají své akcie na burze (Mařík, 2011).

Další možností je **metoda analogie**. Tato metoda spočívá v tom, že se nebude počítat beta pomocí historických dat, ale využije se beta koeficientu podobného podniku. Musí se však koeficient beta upravit o obchodní a finanční riziko, které je pro každý podnik specifické. Vliv finančního rizika neboli vliv kapitálové struktury lze začlenit pomocí následujícího vztahu (28). Vychází se z nezadlužené beta  $\beta_N$ , kterou uvádí například Damodaran. Následně se toto beta přepočítává na hodnotu odpovídající zadluženosti daného podniku.

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK}\right) - \beta_{CK} \times (1 - t) \frac{CK}{VK} \quad (28)$$

kde  $\beta_Z$  = beta zadluženého podniku

$\beta_N$  = beta nezadluženého podniku

$\beta_{CK}$  = beta cizího kapitálu

$t$  = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

V případě, že  $\beta_{CK}$  se bude považovat za nulové, bude vztah vypadat následovně (29).

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK}\right) \quad (29)$$

Úroveň cizího a vlastního kapitálu by měla odpovídat tržní hodnotě a ne jen účetní, která nemusí odpovídat realitě.

Při použití beta koeficientu podobného podniku může být vypovídací schopnost snižena vlivem specifických vlivů působících na vybraný podnik. Pro zvýšení vypovídací schopnosti je vhodně použít beta koeficient celého odvětví či průměr několika podniků (Mařík, 2011).

### **Stavebnicové metody**

Další z možností, jak stanovit náklady na vlastní kapitál, je využití stavebnicových modelů. Tyto modely stanovují požadovanou míru výnosnosti pomocí bezrizikové výnosnosti a dílčích rizikových přírážek. Ty se obecně dají rozdělit do dvou skupin, a to přírážky snažící se o ohodnocení obchodního rizika a finančního rizika. Mezi stavebnicové modely patří i tzv. komplexní stavebnicový model, který se snaží o určení celkové rizikovosti, kdy se stanoví jednotlivé faktory a ty jsou následně ohodnoceny (Mařík, 2011). Právě hodnocení a volba jednotlivých faktorů je ovlivněna subjektivním názorem autora, nejedná se tedy o objektivní vyjádření nákladů. Každý investor má různý přístup k riziku, přičemž tímto způsobem by mohlo dojít k ovlivnění výsledků.



### 4.3 Průměrné náklady na kapitál WACC

Po určení nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího kapitálu lze vypočítat průměrné náklady na kapitál WACC.

Průměrné náklady na kapitál hrají velkou roli při určení optimální kapitálové struktury. Lze je vypočítat pomocí následujícího vzorce (30).

$$WACC = N_{VK} \times \frac{VK}{VK+CK} + N_{CK} \times (1 - t) \times \frac{CK}{VK+CK} \quad (30)$$

Kde  $N_{VK}$  = náklady na vlastní kapitál

$N_{CK}$  = náklady na cizí kapitál

$VK$  = vlastní kapitál

$CK$  = cizí kapitál

$VK + CK$  = celkový investovaný kapitál

$t$  = sazba daně z příjmů (Kislingerová, 2010)

V předchozí kapitole bylo řešeno, že vlastní kapitál je dražší než cizí vlivem několika faktorů. Díky tomu je vhodné nahradit část vlastního kapitálu cizím, a uvolnit tak finanční prostředky investorů, které mohou tyto peníze investovat jinde.

Optimální kapitálová struktura je bod, kdy průměrné náklady na kapitál dosahují minimálních hodnot. WACC tedy nejprve klesají. Následně ovšem vlivem stále se zvyšujícího zadlužení roste riziko. Jak investoři, tak i věřitelé budou požadovat vyšší výnos jako kompenzaci. Věřitelé se obávají, že podnik vlivem zadlužení nebude schopen splácet své závazky, a proto budou požadovat vyšší odměnu. Také vlastníci budou zvyšovat svoji požadovanou výnosnost, jelikož podnik s vyšší zadlužeností musí splácet vyšší částku, a je tak ohrožena výše případných dividend (Mrkvička, Strouhal, 2014).

Podstatné pro výpočet průměrných nákladů je, že hodnoty vlastního a cizího kapitálu musí být počítány v reálných tržních hodnotách a nikoli pouze v účetních hodnotách. Účetní a tržní hodnoty vlastního a cizího kapitálu se odlišují. Zatímco účetní hodnoty jsou v čase stabilnější, jejich reálná hodnota se v čase mění. Při výpočtech nelze vycházet z hodnot uváděných v účetních výkazech, jelikož investoři nekupují akcie za účetní hodnotu, ale za tržní hodnotu, a proto i výnosy musí být vztaženy k tržním hodnotám (Mařík, 2011).

## Určení tržních vah kapitálu

Jednou z metod, jak dosáhnout tržní hodnoty vlastního kapitálu, je využití iteračního postupu. Nejprve jsou aplikovány účetní váhy, pomocí kterých se vypočítají průměrné náklady na kapitál WACC, které jsou následně využity pro ocenění podniku a zjištění jeho pravé hodnoty. Zároveň se změnil i poměr mezi cizím a vlastním kapitálem a tento poměr nemusí odpovídat účetním hodnotám. Pokud se tak stane, použijí se nové váhy jako vstupní a celý proces se zopakuje znovu. Iterační přístup tedy spočívá v opakovaném procesu, dokud se vstupní a výstupní váhy nerovnaj (Mařík, 2011).

Ke zjištění tržních vah je nutné vypočítat skutečnou tržní hodnotu vlastního kapitálu. K ocenění podniku lze použít metody diskontovaného cash flow.

## Využití metody DCF

Pro výpočet hodnoty podniku lze použít následující vztah – viz (31). Jedná se o součet všech hodnot diskontovaného cash flow do firmy FCFF, kde jako diskontní míra slouží úroková sazba na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (31)$$

Výsledná hodnota  $H_b$  zobrazuje hodnotu podniku jako celku, tedy hodnotu vlastního kapitálu a hodnotu cizího kapitálu.

V praxi je však předpokládán tzv. going concern, tedy trvání podniku po nekonečně dlouhé období. Tedy při použití vztahu (31) by bylo nutné určit hodnotu FCFF pro každý rok. Proto se často používá tzv. dvoufázová metoda ocenění. Metoda je založena na rozdělení období trvání podniku na dvě fáze. V rámci první fáze je sestaven finanční plán, a proto je možné určit hodnoty volného cash flow pro každý rok. V druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou, kterou podnik generuje do nekonečna. Předcházející vztah (31) je tak upraven následovně viz (32) (Mařík, 2011).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Pokračující hodnota}}{(1+WACC)^T} \quad (32)$$

Pro určení pokračující hodnoty lze využít tzv. Gordonův vzorec – viz (33).

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC-g} \quad (33)$$

Do vzorce je nutné dosadit předpokládanou hodnotu volného cash flow od začátku druhé fáze až do nekonečna. Dalším důležitým parametrem je tempo růstu  $g$ . Tempo růstu je důležitou součástí, neboť nelze předpokládat stejnou výši volného cash flow po celé období (Mařík, 2011). Výše volného cash flow se bude v čase měnit. Reálná hodnota FCFF za deset let bude jiná, než reálná hodnota FCFF za padesát let.

### Volné cash flow do firmy FCFF

V rámci ocenění DCF se využívá tzv. volného cash flow. Jedná se o peněžní tok, který je možné z podniku odebrat, aniž by byla ohrožena jeho životaschopnost. Tyto peněžní prostředky si následně rozdělí investoři, tedy akcionáři a věřitelé. V případě akcionářů se bude jednat o výplatu dividend, zatímco u věřitelů se bude jednat o splátky bankovních půjček (Mařík, 2011).

Následující tabulka (tab. 1) znázorňuje způsob odvození volného cash flow.

**Tab. 1 Způsob stanovení volného cash flow**

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>P</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH <sub>P</sub> x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	<b>= Volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: Mařík, 2011, str. 170

Vychází se z tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření. Jedná se o výsledek hospodaření, který musí být upraven pomocí určitých zásad: V rámci výsledku hospodaření, který je využit pro určení volného cash flow, by neměly být započteny nákladové úroky. Je to z toho důvodu, že volné cash flow určuje částku, která je rozdělena mezi věřitele a vlastníky. Dále by měly být zahrnuty jen ty položky, které mají trvalý charakter. Proto například prodej majetku je nutné očistit,

jelikož se jedná o výjimečné transakce. Třetí zásadou je vyřazení položek, které nemají provozně nutný charakter. Tedy ty položky, které nejsou přímo spjaté s hlavní činností podniku, a které je možné vyjmout, aniž by byla ohrožena jeho činnost. Po určení výše korigovaného provozního výsledku hospodaření a odečtení daně, je nutné odečíst i částky spojené s investicemi. Za investice se přitom nepovažují jen investice do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu (tzv. netto investice), ale i odpisy (tzv. brutto investice) – viz (34) (Mařík, 2011).

$$\text{investice brutto} = \text{odpisy} + \text{investice netto} \quad (34)$$

#### 4.4 Ekonomická přidaná hodnota a WACC

Jedná se o nástroj, který využívají finanční analytici k posuzování činnosti podniku z hlediska dosahování primárního cíle vlastníků, a to maximalizace hodnoty podniku. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty kalkuluje s tzv. ekonomickým ziskem a nikoli pouze s účetním. Jedná se tak o hodnotu, která v podniku zůstane po zaplacení všech nákladů souvisejících s kapitálem (BRIGHAM, 2011).

Hlavní rozdíl mezi účetním a ekonomickým ziskem je v tom, že zatímco účetnictví kalkuluje pouze s nákladovými úroky vztaženými na úročený cizí kapitál, EVA zahrnuje i tzv. oportunitní náklady. Oportunitními náklady jsou myšleny finanční prostředky, které by vlastníci mohli získat, pokud by své prostředky investovali do alternativních možností. Jinými slovy se jedná o náklady ušlé příležitosti. To tedy znamená, že společnost, která má sice nulový účetní zisk, má ve skutečnosti záporný ekonomický zisk (Vochozka, 2011).

Hodnota ekonomické přidané hodnoty se vypočítá jako provozní zisk po zdanění NOPAT, od kterého se odečtou celkové náklady na kapitál (35).

$$EVA = NOPAT - WACC \times \text{investovaný kapitál} \quad (35)$$

V případě, že ekonomická přidaná hodnota vychází po uhrazení všech nákladů kladně, dochází tak ke zvyšování hodnoty podniku (Vochozka, 2011).

Lze použít i alternativní vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty s použitím rentability investovaného kapitálu ROIC (36).

$$EVA = (\text{Operating capital}) \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad (36)$$

Ze vzorce vyplývá, že podnik dosahuje kladné ekonomické hodnoty v případě, že rentabilita investovaného kapitálu je vyšší než náklady s ním spojené. Za těchto okolností dochází k tvorbě hodnoty. V případě, že ROIC je nižší než WACC, podnik ztrácí hodnotu, a je tak nutné učinit kroky, které pomohou napravit tuto situaci (BRIGHAM, 2011).

## 5 Teorie zabývající se optimalizací kapitálové struktury

Optimalizací kapitálové struktury se zabývalo mnoho autorů, kteří se snažili více či méně přesně popsat závislost kapitálové struktury na různých parametrech s cílem stanovit neoptimálnější řešení. Obecně lze tyto teorie rozdělit do dvou skupin, které pohlížejí na danou problematiku odlišným způsobem, a docílí tak i velmi odlišných výsledků. Jedná se o:

- Statické teorie
- Dynamické teorie (Kislingerová, 2010)

*„Statické teorie vycházejí primárně z obecné ekonomické teorie aplikované na zvolený problém a výsledky doplňují o empirické zkoumání chování reálných korporací“* (Mrkvička, Strouhal, 2014, str. 266). Jinými slovy se tyto teorie snaží aplikovat různé teoretické modely a výsledky poté podložit reálnými daty.

*„Dynamické teorie postupují opačným způsobem: na první místo kladou empirický výzkum skutečného chování korporací a výsledky doplňují teoretickým zobecněním“* (Mrkvička, Strouhal, 2014, str. 266).

### 5.1 Statické teorie

Mezi statické teorie patří:

- Model Millera a Modiglianiho
- Tradiční přístup
- Umírněný přístup

#### Model Millera a Modiglianiho

Tato teorie předpokládá, že hodnota podniku nezáleží na kapitálové struktuře. Dle těchto autorů je hodnota podniku stanovena na základě reálného majetku, který podnik vlastní a efektivitě využití těchto aktiv. Teorie tedy zcela odděluje kapitálovou strukturu od hodnoty podniku. V případě platnosti této teorie by platilo, že s rostající zadlužeností je hodnota podniku konstantní, a tedy i náklady na kapitál jsou stále stejné. Tato teorie stanovuje několik zásadních předpokladů, které z principu omezují použitelnost této teorie. Teorie předpokládá mimo jiné

konstantní náklady dluhu na úrovni bezrizikové sazby (Mrkvička, Strouhal, 2014). To by ovšem v praxi znamenalo netečnost věřitelů k riziku. Nicméně je jasné, že věřitelé budou upřednostňovat, za jinak stejných podmínek, podnik s nižší zadlužeností, než podnik využívající větší množství cizího kapitálu.

### **Tradiční přístup**

Tato teorie tvrdí, že průměrné náklady kapitálu, a tedy i hodnota podniku, je závislá na zadluženosti. Teorie předpokládá konstantní výši požadavků vlastníků a zároveň tyto požadavky jsou vždy vyšší než úroková sazba, kterou požadují věřitelé. To znamená, že s růstem zadluženosti podniku, klesá celková hodnota WACC, a tudíž hodnota podniku roste. Při platnosti této teorie by pro podnik bylo nejvhodnější maximální zadluženost (Mrkvička, Strouhal, 2014).

### **Umírněný přístup**

Dalším modelem, který již přináší použitelné závěry pro danou problematiku je umírněný přístup. Tento model předpokládá zahrnutí daní do modelu a dává tak možnost využití úrokového daňového štítu. Dalším důležitým parametrem, který do modelu vstupuje, je předpoklad nákladů finanční tísně. Čím více se podnik zadlužuje, tím více mu hrozí úpadek, a tedy investoři budou požadovat větší výnos. Hodnota podniku bude při platnosti této teorie nejdříve klesat vlivem úrokového daňového štítu, ovšem od určitého bodu se začnou projevovat náklady finanční tísně spojené s větším rizikem pociťovaným investory. Graf vývoje průměrných nákladů na kapitál bude mít v tomto případě tvar U-křivky. Nejprve bude docházet k pozitivnímu efektu zvyšování zadluženosti, kdy podnik vzhledem ke snižování hodnoty WACC, bude zvyšovat svou hodnotu. Od určité výše však budou požadavky věřitelů, ale i vlastníků natolik vysoké, že už se nevyplatí podniku dále zvyšovat svou zadluženost, jelikož by tím docházelo k opětovnému zvyšování nákladů WACC, a tedy snižování hodnoty podniku (Mrkvička, Strouhal, 2014).

## **5.2 Dynamické teorie**

Mezi dynamické teorie lze zařadit teorii hierarchického přístupu. Tato teorie se nezabývá přesným stanovením ideálního poměru vlastního a cizího kapitálu, a tedy nejnižší hodnotou průměrných nákladů na kapitál, ale naopak tvrdí, že každý podnik je příliš specifický na to, aby bylo možné určit nejvhodnější stupně

zadluženosti. Teorie vysvětluje rozdíly v zadluženosti velkých a malých podniků. Velké podniky, které mají silnější finanční pozici, by si podle předcházejících přístupů mohly vypůjčit více a více se zadlužit, zatímco malé a především začínající firmy by měly v otázce zadluženosti přistupovat mírněji. Velké společnosti naopak nevyužívají příliš mnoho cizích zdrojů, jelikož jejich finanční pozice jim dovoluje určitý stupeň samofinancování, a tedy není potřeba bankovních úvěrů. Naopak malé firmy s nedostatečnou výší zisku se musí více zadlužit k pokrytí všech investičních záměrů. Optimalizace struktury nákladů tak nezávisí jen na celkové výši nákladů kapitálu, ale do rozhodování vstupují další faktory (Kislingerová, 2010).



## 6 Praktická část

### 6.1 Představení firmy MOTOR JIKOV Slévárna a.s.

Pro zpracování byla vybrána firma MOTOR JIKOV Slévárna a.s., jelikož její vlastní kapitál již několik let klesá a v současné době se dostal již pod celkovou výši základního kapitálu a je tak ohrožena existence podniku.

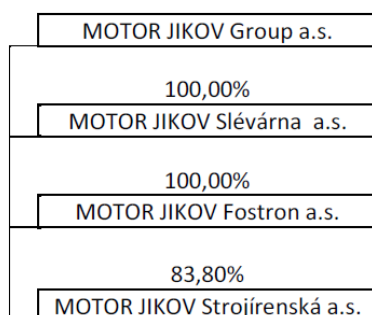
Jelikož v době zpracování diplomové práce nebyly k dispozici data z roku 2017, jsou zpracovány poslední dostupná data z roku 2016.

Podnik MOTOR JIKOV Slévárna a.s. je akciovou společností založenou v roce 1997 jako MOTOR JIKOV Slévárna litiny a.s. V roce 2010 došlo k vnitrostátní fúzi se společností MOTOR JIKOV Tlaková slévárna a.s., na jejímž základě byla společnost MOTOR JIKOV Slévárna litiny a.s. od 1. 1. 2010 přeměněna na společnost MOTOR JIKOV Slévárna a.s. (Výroční zpráva 2016)

Hlavní činností tohoto podniku je výroba odlitků pro různá odvětví, jako je strojírenský, automobilový a stavební průmysl. Dále pak pro zemědělské nebo obráběcí stroje, přičemž kořeny této společnosti sahají až do roku 1899.

Společnost MOTOR JIKOV Slévárna a.s. je součástí skupiny, do které patří další tři společnosti působící ve strojírenství a slévárenství. Vlastníkem podniku je MOTOR JIKOV GROUP a.s., který je jediným akcionářem a vlastní tak 100 % (Motorjikov.com)

*Struktura vztahů mezi osobami tvořící holding*



Zdroj: Výroční zpráva 2016

**Obr. 3 Zobrazení vztahů mezi jednotlivými členy holdingu**

Obr. 3 zobrazuje vztahy mezi jednotlivými společnostmi. Vedle společnosti MOTOR JIKOV Group a.s. podnik spolupracuje také se společnostmi MOTOR JIKOV Strojírenská a.s. a MOTOR JIKOV Fostron a.s. a tvoří tak holding.

## **6.2 Finanční analýza**

### **6.2.1 Vertikální a horizontální analýza**

Dle účetní závěrky 2016 byl celkový základní kapitál 108 milionů korun. Vlastní kapitál v roce 2016 činil ale jen 74,3 milionů korun. To je pro společnost velký problém, jelikož finanční prostředky, které do společnosti vložil vlastník na začátku podnikání v domnění, že bude docházet k jejich zhodnocení, klesají a dochází tedy ke spotřebovávání finančních prostředků.

Nejprve je vhodné posoudit strukturu aktiv a pasiv společnosti, tedy provést vertikální analýzu. Na jejím základě budou vytipovány nejvýznamnější položky rozvahy pro další analýzu.

**Tab. 2 Vertikální analýza (upravená rozvaha) za posledních 5 let**

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>AKTIVA</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>48,27 %</b>	<b>30,61 %</b>	<b>39,41 %</b>	<b>50,63 %</b>	<b>47,57 %</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>51,15 %</b>	<b>68,90 %</b>	<b>59,89 %</b>	<b>47,89 %</b>	<b>50,47 %</b>
Zásoby	9,86 %	7,57 %	9,67 %	12,52 %	10,41 %
Pohledávky	38,93 %	60,79 %	48,44 %	30,49 %	37,73 %
Pohledávky z obchodních vztahů	23,78 %	11,50 %	16,48 %	24,07 %	18,29 %
Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	13,10 %	48,32 %	30,49 %	3,80 %	15,79 %
Pohledávky - ostatní	2,05 %	0,97 %	1,47 %	2,62 %	3,65 %
Peněžní prostředky	2,36 %	0,54 %	1,78 %	4,88 %	2,32 %
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>0,58 %</b>	<b>0,49 %</b>	<b>0,70 %</b>	<b>1,47 %</b>	<b>1,96 %</b>
<b>PASIVA</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>12,17 %</b>	<b>9,11 %</b>	<b>13,84 %</b>	<b>18,00 %</b>	<b>15,83 %</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>87,81 %</b>	<b>90,89 %</b>	<b>86,15 %</b>	<b>81,99 %</b>	<b>84,16 %</b>
Dlouhodobé závazky	6,43 %	3,26 %	6,12 %	2,13 %	2,83 %
Krátkodobé závazky	81,39 %	87,63 %	80,03 %	79,85 %	81,33 %
Závazky k úvěrovým institucím	9,21 %	5,76 %	7,90 %	9,04 %	8,00 %
Krátkodobé přijaté zálohy	1,60 %	1,04 %	1,81 %	0,33 %	0,68 %
Závazky z obchodních vztahů	25,83 %	13,79 %	20,60 %	24,26 %	21,70 %
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	40,75 %	64,40 %	46,67 %	41,64 %	47,82 %
Závazky – ostatní	4,01 %	2,64 %	3,05 %	4,58 %	3,13 %
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,02 %</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Při pohledu na strukturu pasiv (tab. 2) se vlastní kapitál podílí na financování z 12 % v roce 2016. Oproti minulému roku tedy došlo k mírnému zvýšení o 3 %, ačkoliv absolutní hodnota vlastního kapitálu poklesla. To bylo způsobeno snížením cizího kapitálu, a tedy celé bilanční sumy. Ani v minulých obdobích nebyl podíl vlastního kapitálu příliš vysoký. Ve všech letech sledovaného období se jeho podíl pohyboval pod 20 %. V posledních letech se navíc jeho podíl spíše snižoval.

V oblasti cizích zdrojů financování je nejzajímavější položka závazky – ovládaná nebo ovládající osoba. Ta dosahuje více než 40 % všech zdrojů financování, v roce 2015 dokonce 64 %. Druhou nejvýznamnější položkou jsou závazky z obchodních vztahů, které dosahují nejčastěji hodnot mezi 20 až 25 %. Tyto

závazky se považují za neúročené, a tedy jejich případná vyšší hodnota nemusí být negativní.

Ani v případě aktiv nejsou položky příliš stabilní. Nejvýznamnější položkou je dlouhodobý majetek, který v roce 2016 dosahuje téměř poloviny všech aktiv. Oproti roku 2015 se jeho podíl zvýšil o 18 %.

V případě oběžných aktiv jsou nejvýznamnější položkou Pohledávky z obchodních vztahů, jejichž podíl se oproti minulému roku zdvojnásobil. To by mohlo znamenat problémy s přeměnou pohledávek na peníze.

Velmi zajímavou položkou jsou pohledávky vůči ovládané osobě, jejíž podíl na celkových aktivech je velice volatilní a dosahuje hodnot od 3,8 % v roce 2013 až do 48,3 % v roce 2015.

**Tab. 3 Horizontální analýza za posledních 5 let**

	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012
<b>AKTIVA</b>	<b>-33,74 %</b>	<b>26,54 %</b>	<b>40,61 %</b>	<b>-9,65 %</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>4,47 %</b>	<b>-1,71 %</b>	<b>9,44 %</b>	<b>-3,84 %</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>-50,81 %</b>	<b>45,56 %</b>	<b>75,83 %</b>	<b>-14,26 %</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	37,05 %	-11,71 %	-3,76 %	18,91 %
Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	-82,04 %	100,53 %	1029,49 %	-78,29 %
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>-21,59 %</b>	<b>-10,65 %</b>	<b>-33,50 %</b>	<b>-32,10 %</b>
<b>PASIVA</b>	<b>-33,74 %</b>	<b>26,54 %</b>	<b>40,61 %</b>	<b>-9,65 %</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>-11,49 %</b>	<b>-16,68 %</b>	<b>8,13 %</b>	<b>2,75 %</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>-35,98 %</b>	<b>33,50 %</b>	<b>47,74 %</b>	<b>-11,98 %</b>
Závazky z obchodních vztahů	24,09 %	-15,30 %	19,39 %	1,01 %
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	-58,08 %	74,61 %	57,62 %	-21,34 %
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>-</b>	<b>-100,00 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>-32,97 %</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Na základě horizontální analýzy (tab. 3) je na první pohled zajímavý vývoj bilanční sumy, kde lze spatřit velké výkyvy. Zatímco mezi lety 2016 a 2015 (respektive mezi lety 2013 a 2012) byl zaznamenán pokles bilanční sumy o 34 % (10 %), v ostatních případech docházelo k navýšení o 27 % a 40 %. Výše bilanční sumy je tak velmi nestabilní.

Jednou z nejvýznamnějších položek je dlouhodobý majetek, který společnost využívá pro svou výrobu. Ačkoliv i zde je vidět určitá volatilita ve vývoji, jedná se jen o mírné výkyvy. V průměru za celé období dlouhodobý majetek rostl celkem o 8 % oproti roku 2012. Podnik tedy dále investuje do nových technologií. To je klíčová informace z hlediska budoucnosti podniku. Dochází tedy k investicím větším, než je opotřebením podniku, a tedy se jedná o dobrý předpoklad z hlediska dalšího generování tržeb. Zajímavý zde bude ukazatel obratu aktiv a porovnání s konkurencí, zda je výše majetku adekvátní vůči generovaným tržbám.

Výkyvy bilanční sumy byly tedy vyvolány především změnami v oběžném majetku, respektive položkou „Pohledávky vůči ovládající osobě“. Zde došlo v průběhu celého období k velmi velkým výkyvům, dokonce až o 1000 % mezi lety 2014 a 2013. Vzhledem k tomu, že podíl této položky není zanedbatelný, dochází tak k ovlivnění celé bilanční sumy.

Jak je možné vidět, společnost vykazuje jak pohledávky vůči ovládané osobě, tak i závazky. Dle přílohy k účetní závěrce společnost provádí cash pooling v rámci celé skupiny, který je zachycen právě v těchto položkách.

Avšak v takovémto stavu není možné považovat vertikální ani horizontální analýzu za zcela správnou. Z hlediska interpretovatelnosti by se dalo tvrdit, že si dceřiná společnost půjčuje od své mateřské společnosti, aby následně poskytla své matce úvěr. Je tedy na místě upravit rozvahu společnosti a snížit hodnotu pohledávek vzniklých vlivem cash pooling a proti tomu ponížít závazky za ovládající osobou samozřejmě o stejnou hodnotu. Následně provést analýzu znovu.

Po odstranění vlivu cash pooling je situace odlišná od předchozí (tab. 4). Po úpravě podíl vlastního kapitálu v roce 2016 nevzrostl, naopak v posledních 3 letech dochází k jeho neustálému snižování. Zadluženost podniku tedy roste.

Celkový vývoj jednotlivých položek rozvahy se v tomto případě dá považovat za relativně stabilní. Závazky z obchodních vztahů dosahují za celé období podílu od 25 % do 30 %. Dokonce i závazky vůči ovládající osobě nejsou tolik volatilní a v poslední době dosahují stabilní výše přibližně 31 %.

V oblasti aktiv je zajímavý podíl dlouhodobého majetku, který po zmiňované úpravě již není nestálý, ale dosahuje přibližně stejného podílu ve všech obdobích, a to více než 50 %.

**Tab. 4 Vertikální analýza (upravená rozvaha) za posledních 5 let**

	2016	2015	2014	2013	2013
<b>AKTIVA</b>					
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>55,54 %</b>	<b>59,23 %</b>	<b>56,70 %</b>	<b>52,63 %</b>	<b>56,50 %</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>43,79 %</b>	<b>39,82 %</b>	<b>42,30 %</b>	<b>45,84 %</b>	<b>41,18 %</b>
Zásoby	11,35 %	14,65 %	13,92 %	13,02 %	12,37 %
Pohledávky	29,72 %	24,13 %	25,82 %	27,75 %	26,05 %
Pohledávky z obchodních vztahů	27,37 %	22,24 %	23,70 %	25,02 %	21,72 %
Pohledávky – ostatní	2,35 %	1,89 %	2,11 %	2,72 %	4,33 %
Peněžní prostředky	2,72 %	1,04 %	2,57 %	5,07 %	2,76 %
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>0,67 %</b>	<b>0,95 %</b>	<b>1,00 %</b>	<b>1,53 %</b>	<b>2,33 %</b>
<b>PASIVA</b>					
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>14,01 %</b>	<b>17,63 %</b>	<b>19,91 %</b>	<b>18,71 %</b>	<b>18,80 %</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>85,98 %</b>	<b>82,37 %</b>	<b>80,07 %</b>	<b>81,28 %</b>	<b>81,19 %</b>
Dlouhodobé závazky	7,40 %	6,31 %	8,80 %	2,22 %	3,36 %
Krátkodobé závazky	78,58 %	76,06 %	71,27 %	79,06 %	77,83 %
Závazky k úvěrovým institucím	10,60 %	11,14 %	11,37 %	9,40 %	9,50 %
Krátkodobé přijaté zálohy	1,84 %	2,02 %	2,60 %	0,34 %	0,80 %
Závazky z obchodních vztahů	29,72 %	26,68 %	29,64 %	25,22 %	25,77 %
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	31,82 %	31,12 %	23,28 %	39,33 %	38,04 %
Závazky – ostatní	4,62 %	5,10 %	4,39 %	4,76 %	3,71 %
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,02 %</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Po očištění vlivu cash poolingů se změnil i celkový vývoj výše bilanční sumy, která téměř ve všech letech rostla. Na druhou stranu v posledních dvou letech dochází ke snižování celkové výše vlastního kapitálu, a tedy fakticky nedošlo k oddlužení společnosti v roce 2016, ale naopak dochází k jejímu dalšímu zadlužení.

## 6.2.2 Ukazatele zadluženosti

Při určování celkové zadluženosti je možné postupovat několika způsoby. Prvním z nich je zahrnutí všech, tedy i neúročených závazků, druhou možností je využít jen úročené zdroje a stanovit zadluženost týkající se jen těch zdrojů financování, se kterými je spojen určitý finanční náklad. Proto je nutné před samotnou analýzou zadluženosti stanovit velikost investovaného kapitálu. Část závazků v rozvaze je neúročena, a tedy vyšší hodnota těchto neúročených závazků je žádoucí, jelikož tak podnik získává finanční prostředky, jejichž náklady se považují za nulové.

Proto je vhodnější určit výši investovaného kapitálu (tab. 5) a pomocí něj poté i zadluženost podniku.

**Tab. 5 Určení investovaného kapitálu (tis. Kč)**

	2016	2015	2014	2013	2012
Vlastní kapitál	74 262	83 907	100 703	93 135	90 645
Dlouhodobé úvěry	39 200	28 810	41 980	9 120	16 080
Krátkodobé úvěry	56 163	52 996	57 475	46 800	45 823
Úročené závazky vůči matce	168 648	148 072	117 733	195 794	183 441
Investovaný kapitál	338 273	313 785	317 891	344 849	335 989

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Zvláštní položkou, která stojí za pozornost, jsou úročené závazky vůči matce vyplývající z cash poolingů. V rozvaze jsou tyto závazky ve výši 249 milionů Kč v roce 2016 (respektive 593 milionů Kč v roce 2015). Nicméně na druhé straně společnost eviduje pohledávky ve výši 80 milionů Kč (respektive 445 milionů Kč).

Při pohledu do výkazů zisků a ztrát jsou výnosové úroky nulové, ačkoliv pohledávky za matkou v rozvaze vykázány jsou. Dle tohoto zjištění by pohledávky v rámci cash poolingů byly neúročené. V tomto případě nelze úročit ani část závazků za matkou pokrývajících tyto pohledávky, a tedy se bude předpokládat, že i tato část závazků je neúročena.

Druhou možností je, že tyto pohledávky i závazky úročené jsou, ovšem v rámci účetnictví došlo k započítání a byl vykázán jen rozdíl v podobě nákladových úroků. I v tomto případě je nutné tyto pohledávky očistit.

Z těchto důvodů bude považována za úročené závazky jen čistá hodnota těchto závazků.

Za těchto okolností je vývoj zadluženosti následující (tab. 6)

**Tab. 6 Zadluženost podniku**

V tis. Kč	2016	2015	2014	2013	2012
Vlastní kapitál	74 262	83 907	100 703	93 135	90 645
Úročený cizí kapitál	264 011	229 878	217 188	251 714	245 344
Zadluženost	78,05 %	73,26 %	68,32 %	72,99 %	73,02 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Jak lze z tabulky vidět, zadluženost podniku se pohybovala v rozmezí od 68 % (2014) do 78 % v roce 2016. Znepokojující je fakt, že dochází ke stále větší zadluženosti v posledních třech letech, ačkoliv je zadluženost podniku i tak relativně vysoká.

Ovšem není možné opomenout, že velká část těchto cizích závazků pochází od mateřské společnosti. Pokud by se tyto závazky překlasifikovaly jako vlastní zdroje, vypadala by situace následovně (tab. 7).

**Tab. 7 Zadluženost podniku vůči třetím subjektům**

V tis. Kč	2016	2015	2014	2013	2012
Vlastní kapitál	242 910	231 979	218 436	288 929	274 086
Úročený cizí kapitál	95 363	81 806	99 455	55 920	61 903
Zadluženost	28,19 %	26,07 %	31,29 %	16,22 %	18,42 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Zde vypadá situace podniku relativně v pořádku. Zadluženost podniku vůči třetím subjektům, tedy především bankám, dosahuje přibližně 30 %. V takovémto případě se společnost nezdá příliš zadlužená.

Stále se zde nabízí otázka, co je příčinou klesajícího vlastního kapitálu, respektive ziskovost podniku, a tedy proč musí mateřská společnost stále více financovat činnost této společnosti.

### **Ukazatel úrokového krytí**

Tab. 8 ukazuje vývoj úrokového krytí na bázi zisku EBIT a na bázi provozního cash flow. Pro účely práce je za EBIT považován provozní zisk společnosti

**Tab. 8 Úrokové krytí**

	2016	2015	2014	2013	2012
Úrokové krytí EBIT	0,55	0,59	1,80	1,17	-1,16
Provozní CF (tis. Kč)	6 936	21 236	40 071	-	-
Úrokové krytí CF	1,31	2,15	4,42	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

V případě výpočtu pomocí EBIT je vývoj tohoto ukazatele velmi volatilní. V roce 2012 bylo úrokové krytí záporné. Nicméně vlivem zvýšení přidané hodnoty díky



poklesu procentuálního podílu výkonové spotřeby na tržbách, bylo dosaženo dostatečně silného zisku, aby došlo alespoň k pokrytí nákladových úroků v roce 2013. Avšak od roku 2014, kdy úrokové krytí dosahovalo nejvyšších hodnot, došlo k velkému propadu v posledních dvou letech, kdy tato hodnota činí 0,55 (respektive 0,59). Jako hlavní příčinu lze považovat snížení provozního zisku vlivem snížení přidané hodnoty navzdory stále rostoucím osobním nákladům. Zároveň došlo mezi lety 2015 a 2014 ke zvýšení nákladových úroků o téměř 60 %. Ovšem ani v jednom zmiňovaném období podnik nedosahuje doporučených hodnot.

V případě úrokového krytí na bázi cash flow je vidět jasný klesající trend z hodnoty 4,42 na hodnotu 1,31, nicméně hodnota se stále pohybuje nad úrovní 1, a je tak možné hradit závazky z provozního cash flow.

### 6.1.3 Ukazatele likvidity

Dalším důležitým faktorem, který je nutno analyzovat je likvidita podniku. V tabulce (tab. 9) je zobrazen vývoj všech tří stupňů likvidit za poslední tři roky. Položky časového rozlišení byly započítány mezi ostatní pohledávky případně závazky.

**Tab. 9 Likvidita podniku**

	2016	2015	2014	2013	2012
Běžná likvidita	0,64	0,79	0,76	0,62	0,64
Pohotová likvidita	0,51	0,71	0,64	0,46	0,52
Okamžitá likvidita	0,029	0,006	0,022	0,061	0,029

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Prvním důležitým ukazatelem je běžná likvidita. V případě zkoumaného podniku byla v roce 2016 běžná likvidita 0,64. Obecně by se tato hodnota měla pohybovat v rozmezí od 1,5-2,5. Pozitivní zprávou je, že úroveň této likvidity je po celé období velmi podobná. Nedochozí tedy ke zhoršení tohoto ukazatele.

Podobná situace je i v případě pohotové likvidity. Zatímco obecná teorie hovoří o hodnotě od 0,7 do 1, zde se hodnota pohybuje na úrovni 0,51. Oproti roku 2015 došlo ke zhoršení z hodnoty 0,7 na 0,5.

Okamžitá likvidita je u tohoto podniku velmi nízká, a to konkrétně 0,03. To je způsobeno cash poolingem, kdy přebytečné peněžní prostředky jsou přesunuty na účet mateřské společnosti. Proto je tato hodnota v pořádku.

#### 6.2.4 Ukazatele aktivity

Obrat aktiv je stanoven pomocí upravené rozvahy, ovšem aby byl vliv cash poolingů eliminován úplně, byl zvolen ještě obrat dlouhodobého majetku, který je klíčový při generování tržeb (tab. 10).

*Tab. 10 Obrat aktiv podniku*

	2016	2015	2014	2013	2012
Obrat aktiv	1,28	1,45	1,29	1,30	1,24
Obrat dlouhodobého majetku	2,30	2,45	2,27	2,46	2,19

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Situace podniku z hlediska těchto ukazatelů vypadá relativně dobře. Ačkoliv se finanční situace podniku zhoršuje, není to znát na výši majetku podniku a jeho obrátkovost. Podnik tak stále investuje do nových technologií, a nedochází tak k postupné amortizaci majetku.

Důležitá je stabilita tohoto ukazatele. V případě, že by ukazatel v čase významně klesal, docházelo by k neefektivnímu využití majetku. Podnik by potřeboval větší množství na tvorbu tržeb než v minulých obdobích. Na druhou stranu ani zvyšování tohoto ukazatele nemusí být v pořádku. Může se jednat o zvyšování efektivity výroby, nebo zanedbání obnovování majetku. Průměrná hodnota obratu dlouhodobého majetku za 5 let je 2,33, ukazatel se tak dá považovat za stabilní.

#### 6.2.5 Čistý pracovní kapitál

Před samotnou analýzou čistého pracovního kapitálu je nutné upravit položky oběžných aktiv a položky krátkodobých závazků z důvodu reálného cash poolingů. Jak již bylo zmíněno, v rozvaze je tento stav zaznamenán v položkách aktiv „Pohledávky a závazky ke spřízněným osobám“. Správně by se hodnota těchto položek měla upravit. Vzhledem k tomu, že strana pohledávek i závazků by byla upravena o stejnou částku, není nutné tuto úpravu v tomto případě zohledňovat.

Následující tabulka ukazuje čistý pracovní kapitál od roku 2012 (tab. 11). Položky časového rozlišení byly přidány do pohledávek respektive krátkodobých závazků.

**Tab. 11 Čistý pracovní kapitál (v tisících Kč)**

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>ČPK</b>	-180 955	-167 913	-141 505	-157 802	-165 621
<b>ČPK po úpravě</b>	-12 307	-19 841	-23 772	37 992	17 820

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Pokud by nedošlo k žádným změnám v rozvaze, byla by hodnota čistého pracovního kapitálu záporná po celé sledované období. Výše ČPK se od roku 2012 do roku 2014 zvyšovala, od tohoto roku docházelo k neustálému snižování jeho hodnoty až na hodnotu -181 milionů korun. Pokud by podnik prodal celý svůj oběžný majetek, nestačilo by to na financování všech jeho krátkodobých závazků.

Podnik se tak vystavuje riziku platební neschopnosti. Na druhé straně za tímto podnikem stojí mateřská společnost, která v případě potřeby je schopna zapůjčit chybějící prostředky, případně nebude vyžadovat platby související s jejími závazky ihned.

Závazky vůči matce se v rozvaze společnosti objevují po celé zkoumané období. Z tohoto důvodu by se dalo tvrdit, že se jedná spíše o dlouhodobé závazky. Pokud by se tyto závazky za matkou překlasifikovaly na dlouhodobý cizí případně vlastní kapitál, byla by situace lepší, avšak v posledních třech letech by se i přes tyto úpravy hodnota ČPK ocitla v záporu. Tedy ani pozastavení splátek mateřské společnosti nemusí vyřešit případný problém s likviditou a bude nutná další výpomoc od matky.

Z těchto důvodů by společnosti prospělo snížení výše krátkodobých cizích dluhů a přesunutí části do dlouhodobých závazků.

## **6.3 Bilanční pravidla**

### **6.3.1 Zlaté pravidlo financování**

V roce 2016 celková výše dlouhodobého majetku byla 294 milionů korun. Na druhé straně celková velikost dlouhodobých zdrojů, tedy vlastního kapitálu a dlouhodobých cizích závazků, je jen 113 milionů korun. Zlaté pravidlo financování

tedy není splněno, neboli část dlouhodobého majetku je financována krátkodobými zdroji. Podnik by tak mohl mít problém s likviditou. V účetní závěrce eviduje společnost čisté závazky za matkou (Závazky vůči matce ponižené o Pohledávky) ve výši 169 milionů korun. Jelikož vlastník nebude mít žádný zájem na tom, aby se společnost dostala do platební neschopnosti a zbankrotovala, nebude tak v případě hrozby nedostatku likvidních prostředků vyžadovat úhradu svého závazku okamžitě, nebo může být poskytnuta nová půjčka ve stejné výši. Pokud by se tato položka přičetla k dlouhodobým zdrojům financování, celková výše by nyní byla 282 milionů korun. Zlaté pravidlo financování není splněno ani po této úpravě.

### 6.3.2 Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika

Následující tabulka ukazuje vývoj zadlužení od roku 2012 včetně neúročených zdrojů. Pokud by bylo toto pravidlo respektováno, byla by maximální zadluženost padesát procent.

**Tab. 12 Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika**

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Celková zadluženost</b>	87,83 %	90,89 %	86,16 %	82,00 %	84,17 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Z tabulky (tab. 12) vyplývá, že ani v jednom roce společnost výše zmíněné pravidlo nedodržela. Naopak podnik se spíše více zadlužuje (jedná se o zadluženost včetně neúročených zdrojů). Věřitelé včetně dodavatelů se tedy stále více podílejí na financování podniku. V případě potíží tak podnik nemusí být schopen splácet své závazky. Což se ostatně také již děje u závazků z obchodních vztahů. Dle přílohy k účetní závěrce společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s. za rok 2016 byla celková výše závazků z obchodních vztahů 158 milionů Kč, z nichž 28 milionů Kč je již po splatnosti. To může způsobit závažný problém pro budoucnost podniku, jelikož tyto dodavatelé mohou ukončit budoucí spolupráci z důvodu obav o jejich peníze. Pokud by se jednalo o klíčové dodavatele, byla by ohrožena celá společnost.

### 6.3.3 Zlaté pari pravidlo

Následující tabulka (tab. 13) ukazuje strukturu a vývoj financování dlouhodobých aktiv podniku.

*Tab. 13 Zlaté pari pravidlo (v tisících Kč)*

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Dlouhodobý majetek</b>	294 417	281 821	286 715	261 982	272 455
<b>Vlastní kapitál</b>	25,22 %	29,77 %	35,12 %	35,55 %	33,27 %
<b>Cizí kapitál</b>	74,78 %	70,23 %	64,88 %	64,45 %	66,73 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Dle tohoto pravidla by podnik měl financovat dlouhodobý majetek převážně vlastními zdroji. V roce 2016 byl dlouhodobý majetek financován vlastními zdroji jen z 25 %. I zde je trend klesající, kdy podíl financování vlastním kapitál se kromě roku 2012 každoročně snižuje. Opět je to důsledek stále klesajícího vlastního kapitálu, zatímco dlouhodobý majetek roste.

### 6.3.4 Zlaté poměrové pravidlo

*Tab. 14 Zlaté poměrové pravidlo*

	2016	2015	2014	2013	Průměr
<b>Tempo růstu tržeb</b>	-1,61 %	5,80 %	0,93 %	8,28 %	3,28 %
<b>Tempo růstu dlouhodobého majetku</b>	4,47 %	-1,71 %	9,44 %	-3,84 %	1,96 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Dle tabulky (tab. 14) je tempo růstu tržeb mezi lety 2015 a 2016 klesající. Tržby klesly o 1,6 %. Zatímco tempo růstu dlouhodobého majetku je kladné, a to 4,5 %. V tomto případě by i toto pravidlo bylo porušeno. Nicméně tato situace může být způsobena nějakým krátkodobým výkyvem. Proto by bylo vhodné spočítat průměrné tempo růstu tržeb i investic za delší období. Zde je situace opačná. Průměrné tempo růstu tržeb je 3,3 %, zatímco průměrné tempo růstu dlouhodobého majetku jsou jen necelá 2 %. Toto pravidlo se tedy dá považovat za splněné.

## 6.4 Náklady kapitálu

### 6.4.1 Náklady na cizí kapitál

Podnik MOTOR JIKOV Slévárna a.s. v roce 2016 neeviduje žádné vydané dluhopisy ani finanční leasing.

Jelikož společnost neuvádí úrokové sazby u žádných svých závazků, je nutné zjistit průměrnou úrokovou sazbu z výkazu zisku a ztrát. Dle výkazu zisků a ztrát byly celkové nákladové úroky v roce 2016 ve výši 22 milionů korun. Mezi úročené závazky patří závazky k úvěrovým společnostem jak dlouhodobé, tak i krátkodobé. Zajímavou položkou jsou „Závazky za ovládající osobou“, tento závazek vzniká vlivem cash pooling, kdy dochází k reálnému přesunu peněz mezi bankovními účty a tyto skutečnosti jsou v rozvaze vykázány jako pohledávky a závazky vůči matce. Tyto prostředky jsou zapůjčeny matkou, která za to požaduje určitou odměnu. Proto i tyto závazky budou považovány za úročené. Ostatní závazky lze pro tyto účely považovat za neúročené.

$$i = \frac{22\,285}{264\,011} \times 100 = 8,44 \% \quad (37)$$

Průměrné náklady na cizí kapitál, který společnost eviduje, činí 8,44 % viz (37). Tento náklad je však nutné upravit o úrokový daňový štít. Jelikož celkové nákladové úroky snižují zisk společnosti, a stejně tak i daně.

$$N_{CK} = i \times (1 - t) = 0,0844 \times (1 - 0,19) = 6,84 \% \quad (38)$$

Efektivní úroková sazba je na úrovni 6,84 % (38).

Oproti roku 2015 došlo k mírnému zvýšení úrokové sazby (viz 39).

$$i = \frac{18\,528}{229\,878} \times 100 = 8,06 \% \quad (39)$$

Efektivní sazba v tomto roce byla 6,53 %.

### 6.4.2 Náklady na vlastní kapitál – model CAPM

Dividendový diskontní model v případě tohoto podniku použít nelze, jelikož nedochází k vyplácení žádných dividend. Pro identifikaci nákladů kapitálu spojeného s vlastníky bude tedy použit model oceňování kapitálových aktiv CAPM. Pro samotný výpočet je použit vzorec (26), kdy data pro výpočet jsou brána z USA.

## Bezriziková výnosnost

Nejprve je nutné určit výši bezrizikové výnosnosti amerických dlouhodobých dluhopisů. Damodaran na svých stránkách uvádí výnosnost desetiletých státních dluhopisů 2,80 % (Damodaran, 2018a)

## Riziková prémie

Dle Damodarana je riziková prémie pro USA na úrovni 5,08 %. Dále také uvádí rizikové prémie pro jednotlivé země. Pro ČR je uvedena hodnota 0,81 % (Damodaran, 2018c).

## Beta koeficient

Pro určení beta koeficientu by bylo nejvhodnější využití regresní závislosti výnosu akcie vůči celému akciovému trhu. Nicméně jelikož podnik nemá kotované akcie na burze, není známá jejich hodnota ani vývoj, a tudíž tento postup nelze použít. Je tedy nutné použít metodu analogie a použít průměrný koeficient beta pro nejbližší odvětví.

Damodaran na svých stránkách uvádí hodnoty beta koeficientů pro různá odvětví. Jako nejbližší odvětví se zdá být ocelářství, ke kterému se váže koeficient beta 1,42 (Damodaran, 2018b). Jedná se však o beta koeficient nezadlužené společnosti ( $\beta_N$ ), zadluženost se do tohoto koeficientu promítne přes vzorec (40). Sazba daně z příjmů ( $t$ ) činí 19 %.

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK}\right) = 1,42 \times \left(1 + (1 - 0,19) \times \frac{264\,011}{74\,262}\right) = 5,51 \quad (40)$$

Průměrné náklady kapitálu jsou počítány jen pro investovaný kapitál. Ten v roce 2016 činil 338 milionů korun (vlastní kapitál 74 milionů, úročené cizí zdroje 264 milionů korun). Beta koeficient při 78% zadluženosti dosahuje hodnoty 5,51. Tuto hodnotu však není vhodné považovat úplně za správnou, jelikož při jejím stanovení byly použity účetní váhy. Tato hodnota je tedy zkreslená. Skutečná tržní hodnota vlastního kapitálu je jiná a tedy i beta koeficientu se bude odlišovat. Ke zjištění skutečných hodnot je nutné nejdříve podnik ocenit.

Požadavky vlastníků by za těchto okolností byly po dosazení do vzorce (41) ve výši 31,60 %. Tato hodnota vychází z účetních vah, a je tedy nepřesná. Nicméně zjištěná hodnota bude nadále využita pro výpočet skutečné hodnoty.

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \times \beta_A + RPZ = 2,80 \% + 5,08 \% \times 5,51 + 0,81 \% = 31,60 \% \quad (41)$$

### Ocenění podniku metodou DCF

Pro zjištění hodnoty podniku ( $H_b$ ) jsou potřeba dvě základní veličiny, a to pokračující hodnota a průměrné náklady na kapitál – viz (42).

$$H_b = \frac{\text{Pokračující hodnota}}{(1+WACC)^T} \quad (42)$$

### Průměrné náklady na kapitál

V případě průměrných nákladů na kapitál WACC nastává problém. Pro určení skutečných nákladů na kapitál je zapotřebí podnik nejdříve ocenit. Nicméně pro ocenění podniku je nutné znát zmíněné WACC. Tento problém je tedy nutné řešit pomocí iterativních počtů. Nejprve je potřeba vypočítat vstupní hodnoty WACC, které budou počítány na základě účetních vah vlastního a cizího kapitálu.

Průměrné náklady na kapitál s využitím účetních vah jsou na úrovni 12,27 % (43).

$$WACC = N_{VK} \times \frac{VK}{\text{investovaný kapitál}} + N_{CK} \times (1 - t) \times \frac{CK}{\text{investovaný kapitál}} = 31,60 \% \times \frac{74\,262}{338\,273} + 6,84 \% \times \frac{264\,011}{338\,273} = 12,27 \% \quad (43)$$

### Pokračující hodnota

Pro výpočet pokračující hodnoty (44) je nutné odvodit volné cash flow – viz tabulka výpočtu volného cash flow (tab. 1).

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \quad (44)$$

Provozní výsledek hospodaření byl v roce 2016 ve výši 12,3 milionů Kč. Tento výsledek je nutné dále upravit. Dle Maříka (2011) by korigovaný výsledek hospodaření neměl být ovlivněn transakcemi netrvalého charakteru. Takovými transakcemi jsou například prodej majetku, ale i například ostatní provozní výnosy a náklady, pokud je nelze očekávat v budoucnu.

Proto veškeré tyto položky musí být z výsledku zisků a ztrát vyřazeny. V roce 2016 došlo k prodeji majetku. Jelikož tuto transakci nelze očekávat trvale i v dalších obdobích, musí se výsledek hospodaření očistit. Prodej majetku je zachycen v položkách Ostatní provozní výnosy (celkem 38 milionů Kč) a Ostatní provozní



náklady (celkem 31 milionů Kč). Dále položku aktivace ve výši -765 tisíc Kč a položku změna stavu zásob ve vlastní činnosti ve výši 341 tisíc Kč je vhodné také vyjmout. Po odebrání všech zmíněných položek by korigovaný provozní výsledek hospodaření dosáhl hodnoty 5,1 milionů Kč (tab. 15).

**Tab. 15 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (tis. Kč)**

	<b>2016</b>
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	12 330
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	-38 060
<b>Ostatní provozní náklady</b>	31 278
<b>Aktivace</b>	-765
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	341
<b>Korigovaný výsledek hospodaření</b>	5 124

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Tento výsledek je nutné zdanit aktuální sazbou příjmů pro právnické osoby. V roce 2016 tato sazba činí 19 %. Čisté investice do investovaného kapitálu v roce 2016 činily 24,5 milionů Kč.

**Tab. 16 Výpočet volného cash flow za rok 2016 (tis. Kč)**

	<b>2016</b>
<b>Korigovaný HV</b>	5 124
<b>Upravená daň</b>	974
<b>Korigovaný HV po zdanění</b>	4 150
<b>Investice do investovaného kapitálu</b>	24 488
<b>FCFF</b>	-20 338

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Dle tab. 16 byla výše volného cash flow FCFF -20,3 milionů Kč. Zde nastává problém, jelikož je hodnota volného cash flow záporná, byla by tedy i hodnota celého podniku záporná. Aplikace tržních vah investovaného kapitálu proto v tomto případě není možná. Vlastník by si jistě nepředstavoval, že hodnota jeho podílu v podniku je záporná. Naopak očekává zhodnocení svých finančních prostředků. Z tohoto důvodu tuto metodologii nelze použít, neboť tržní hodnota v tomto případě nedává smysl.

Nabízí se tedy dvě možnosti. Buď počítat průměrné náklady stanovené na základě účetních vah, jejíž váhy jsou v čase stabilnější, nicméně neodrážejí věrně skutečnost, nebo využít jiné metodologie stanovení požadované výnosnosti vlastníků.

### **Zhodnocení modelu CAPM**

Na základě modelu CAPM byla zjištěna požadovaná výnosnost téměř 32 %. Jedná se o velmi vysokou hodnotu, která odráží rizikovost podniku, zejména jeho zadlužeností, ale také rizikovostí celého průmyslového odvětví, což se odráží právě v koeficientu beta.

Tento model je především určen pro americké společnosti kótované na burze, kde je možné přesnější stanovení beta koeficientu, a tedy dosažení přesnějších výsledků. Naproti tomu u společností, kde není znám vývoj ceny akcií, se jedná pouze o hrubý odhad. Nicméně i tak lze využít určité podobnosti těchto podniků a určité podobnosti mezi trhem v USA a v ČR a považovat tento model za jednu z možností stanovení nákladů vlastního kapitálu. V případě použití účetních a tržních vah se zdá být správnější v tomto případě použití účetních vah, jelikož vlastník nebude ochoten snižovat hodnotu svých investovaných prostředků a bude vyžadovat alespoň minimální hodnotu vlastního kapitálu na úrovni účetní hodnoty.

#### **6.4.4 Ekonomická přidaná hodnota**

Jak již bylo uvedeno, podnik musí být schopen generovat dostatečný provozní zisk nejen na pokrytí nákladových úroků, které se vztahují k úročeným cizím zdrojům, ale musí být schopen pokryt také odměny vlastníků. Následující tabulka vykazuje výpočet hodnoty EVA. Při provozním zisku, kterého podnik dosáhl a při požadované výnosnosti WACC na úrovni 12,27 %, dosahuje hodnota EVA za rok 2016 záporné hodnoty v celkové výši 28,5 milionů korun (tab. 17).

**Tab. 17 Výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok 2016 (tis. Kč)**

	<b>2016</b>
<b>Provozní zisk</b>	12 330
<b>Daň</b>	2 343
<b>Provozní zisk po zdanění</b>	9 987
<b>WACC</b>	12,27 %
<b>Investovaný kapitál v předešlém roce (v tisících)</b>	313 785
<b>EVA 2016</b>	<b>-28 522</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Nastává tedy otázka, jaký by měl být investovaný kapitál, aby podnik vykazoval nejen účetní, ale především ekonomický zisk. Tab. 18 ukazuje velikost investovaného kapitálu, při kterém je hodnota EVA nulová. Je důležité upozornit, že hodnota ostatních parametrů zůstává nezměněna. Tedy se předpokládá, že se bude měnit jen výše investovaného kapitálu, všechny ostatní parametry budou ponechány stejné.

**Tab. 18 Stanovení nulové ekonomické přidané hodnoty za rok 2016 (tis. Kč)**

	<b>2016</b>
<b>Provozní zisk</b>	12 330
<b>Daň</b>	2 343
<b>Provozní zisk po zdanění</b>	9 987
<b>WACC</b>	12,27 %
<b>Investovaný kapitál v předešlém roce (v tisících)</b>	<b>81 379</b>
<b>EVA 2016</b>	0

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů

Při takto nastavených podmínkách by celková výše investovaného kapitálu musela být 81,4 milionů korun. Jelikož by podnik musel snížit investovaný kapitál o 74 % (232,4 milionů korun), je tento krok vyloučený. Vykazovaný provozní zisk je tedy příliš nízký, aby podnik mohl dosáhnout požadovaných výsledků. Dalším krokem se tedy nabízí analyzovat výkaz zisků a ztrát a zjistit v čem má podnik problémy. Vhodné by bylo také porovnání s konkurencí.

## 6.5 Odvětvové statistiky

### 6.5.1 Majetková a kapitálová struktura

Ministerstvo průmyslu a obchodu (2016) vytváří a poskytuje agregované údaje za celá odvětví. Na základě těchto dat lze posoudit složení kapitálové struktury odvětví. Dle následující tabulky (tab. 19) byl v roce 2016 v oblasti hutnictví a slévárenství průměrný podíl vlastního kapitálu 54,50 %. Vlastníci se tedy podílejí na financování těchto podniků přibližně stejným podílem jako věřitelé a dodavatelé, což z hlediska bilančních pravidel koresponduje se zlatým pravidlem vyrovnání rizika, a dochází tak k jeho splnění. Bilanční pravidla by měla sloužit jako podpůrný informační prostředek a je nutno případné odchylky podniku posuzovat podle trhu.

Zadluženost v odvětví tak v tomto případě je 45 %, nicméně jsou zde započítány i neúročené cizí zdroje, které jsou z hlediska výpočtu nepodstatné a je nutno je očistit. Mezi úročené cizí zdroje patří dlouhodobé závazky za úvěrovými společnostmi a krátkodobé závazky za úvěrovými společnostmi. Celkem tedy podíl úročených závazků činí 11,34 %.

**Tab. 19 Kapitálová struktura – porovnání s odvětvím**

<b>Pasiva (mil.)</b>	<b>Odvětví</b>		<b>Podnik</b>	
<b>Celkem</b>	133 335	100 %	530	100 %
<b>Vlastní kapitál</b>	72 670	54,5 %	74	14,0 %
<b>Cizí kapitál</b>	60 422	45,3 %	456	86,0 %
<b>Rezervy</b>	2 009	1,5 %	0	0,0 %
<b>Dlouhodobý kapitál</b>	18 232	13,7 %	39	7,4 %
<b>z toho dlouhodobé úvěry</b>	6 597	4,9 %	39	7,4 %
<b>Krátkodobé závazky</b>	40 181	30,1 %	417	78,6 %
<b>z toho krátkodobé úvěry</b>	8 529	6,4 %	225	42,4 %
<b>Ostatní pasiva</b>	240	0,2 %	0	0,0 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů a statistických údajů MPO 2016

Jak již bylo zmíněno, použití bilančních pravidel nelze brát jako jediný parametr při rozhodování, ale brát jeho roli spíše jako informační a podpůrnou během procesu optimalizace. Je nutné porovnání s konkurencí a posoudit tyto pravidla v kontextu celého odvětví. V tab. 20 je znázorněná strana aktiv agregovaných za celé odvětví.

**Tab. 20 Majetková struktura – porovnání s odvětvím**

<b>Aktiva (mil.)</b>	<b>Odvětví</b>		<b>Podnik</b>	
<b>Celkem</b>	133 335	100 %	530	100 %
<b>Dlouhodobý majetek</b>	68 285	51,2 %	294	55,5 %
<b>Oběžná aktiva</b>	64 685	48,5 %	232	43,8 %
<b>Zásoby</b>	28 984	21,7 %	60	11,3 %
<b>Pohledávky</b>	31 799	23,8 %	158	29,7 %
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	3 902	2,9 %	14	2,7 %
<b>Ostatní pasiva</b>	366	0,3 %	4	0,7 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetních výkazů a statistických údajů MPO 2016

Při pohledu na majetkovou strukturu si lze všimnout jisté podobnosti mezi analyzovaným podnikem a odvětvím. Majetková struktura podniku tedy dosahuje průměru odvětví. Nedochozí tedy k postupné depreciaci majetku. Podnik, ač jeho finanční situace není dobrá, stále investuje do technologií. To je velmi důležité zjištění z hlediska budoucího vývoje podniku. V případě, že by majetek, respektive dlouhodobý majetek, postupně snižoval svůj podíl na aktivech, nebylo by možné ani předpokládat stabilní výši tržeb, a tudíž by se podniku ještě více zhoršovala schopnost splácet závazky včetně úrokových splátek spojených s kapitálem.

### **6.5.2 Bilanční pravidla a odvětví**

V případě zlatého pravidla financování se dá tvrdit, že trh aplikuje toto pravidlo a dlouhodobý majetek je financován dlouhodobými zdroji. Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál je vyšší než dlouhodobý majetek, jedná se i o splnění zlatého pravidla. To je pravděpodobně způsobeno specifickými požadavky na majetek podniku, kdy se může jednat o jednoúčelové stroje. Tím pádem jejich likvidita v případě nějakých potíží je diskutabilní, a je tedy z hlediska rizika bezpečnější tento majetek financovat vlastním kapitálem.

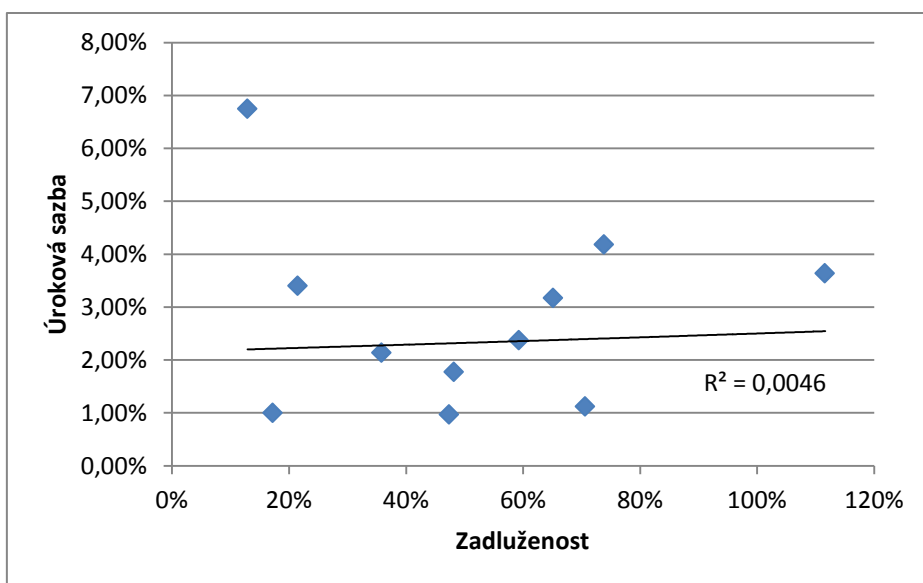
### **6.5.3 Průměrné náklady na kapitál – odvětvové průměry**

Pro srovnání s průměrnými náklady na kapitál podniku bude model CAPM aplikován i na odvětvové průměry a bude zjištěna průměrná hodnota WACC v odvětví. Nicméně v odvětvových statistikách Ministerstvo průmyslu a obchodu (2016) bohužel nevykazuje údaje o úrokové sazbě jednotlivých odvětví.

## Náklady na cizí kapitál odvětví

Pro další účely práce byl vybrán vzorek podobných konkurentů v odvětví a na základě jejich účetních výkazů zjištěna zadluženost jednotlivých podniků a výše úrokových sazeb – viz příloha 4.

Po zanesení zjištěných údajů do grafu byla však zjištěna skutečnost, že výše úrokové sazby nezávisí přímo úměrně na zadluženosti podniku. Spolehlivost koeficientu  $R^2$  regresní analýzy je v tomto případě 0,004 (obr. 4), to tedy znamená, že banky a další úvěrové subjekty v praxi nepromítají zvýšené riziko do výše úrokové sazby. Zajímavá je hodnota úrokové sazby u podniku, jehož zadluženost přesahuje 100 %. Ačkoliv tento podnik má záporný vlastní kapitál, úroková sazba v tomto případě nedosahuje ani 4 %. Pravděpodobně tedy dochází k zajištění těchto úvěrů nějakou zástavou a snižuje se tak z hlediska úvěrového subjektu riziko.



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat jednotlivých podniků

### **Obr. 4 Závislost úrokové sazby na zadluženosti**

Na základě těchto informací byla zjištěna průměrná úroková sazba trhu 1,8 % viz příloha 4. Lze tedy předpokládat, že podniky průměrně získávají finanční prostředky za přibližně stále stejnou výši úrokové míry. V tomto okamžiku se nabízí otázka, jakou výši úvěrů budou banky ochotny danému podniku poskytnout.

## Průměrné náklady na kapitál WACC

Po dosažení odvětvových hodnot vlastního kapitálu, úročených závazků by beta koeficient dosahoval hodnoty 1,66 (45).

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK}\right) = 1,42 \times \left(1 + (1 - 0,19) \times \frac{15\,126}{72\,670}\right) = 1,66 \quad (45)$$

Náklady vlastního kapitálu by poté dle vzorce (46) činily 12,04 %.

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \times \beta_A + RPZ = 2,80 \% + 5,08 \% \times 1,66 + 0,81 \% = 12,04 \% \quad (46)$$

Průměrné náklady WACC by tedy pro odvětvové průměry dosahovaly výše 10,22 % (47). Oproti zkoumanému podniku se tak jedná o 2 % nižší náklady

$$WACC = 12,04 \% \times \frac{72\,670}{87\,796} + 1,8 \% \times (1 - 19 \%) \times \frac{15\,126}{87\,796} = 10,22 \% \quad (47)$$

## 6.6 Analýza úrokové sazby mateřské společnosti

V případě zkoumaného subjektu MOTOR JIKOV Slévárna a.s. dosahuje průměrná úroková míra na základě účetních dat hodnoty 8,44 %. Vzhledem k tomu, že úročené cizí zdroje se neskládají pouze z bankovních úvěrů, ale také je zde úvěr poskytnutý mateřskou společností a ve výkazu zisku a ztrát nejsou odděleny nákladové úroky za matkou od ostatních úroků, není tak možné zjistit přesnou výši jednotlivých úrokových sazeb. Za předpokladu, že úroková sazba bankovních subjektů bude výrazně nižší než 8,44 %, lze se domnívat, že mateřská společnost poskytuje tyto zdroje za výrazně vyšší sazby, než by poskytoval trh a dochází tak k transferu zisku. Nicméně na druhou stranu může tento konkrétní podnik dosahovat specifického rizika, a proto je úroková sazba i bankovních subjektů takto vysoká. V příloze k účetní závěrce bylo ovšem zjištěno, že úvěry jsou zajištěny především pohledávkami, což by naopak mělo sazbu snižovat.

Avšak vzhledem k tomu, že tato dceřiná společnost je součástí větší skupiny, bude na ni nahlíženo z hlediska úvěrových institucí jako na stejně nebo podobně rizikový subjekt, jako jsou ostatní členové skupiny a mateřská společnost. Díky tomu by tito věřitelé poskytovali úvěry této dceřiné společnosti za podobných podmínek, jako poskytují mateřské společnosti.

Dle tab. 21 má mateřská společnost v rozvaze jak pohledávky, tak i závazky vůči skupině a s tím jsou spojeny i určité nákladové a výnosové úroky. V roce 2015 byly dle konsolidované výroční zprávy MOTOR JIKOV Group 2015 placené úroky v rámci skupiny 30,942 milionů Kč. V roce 2016 již 33,219 milionů Kč (Konsolidovaná výroční zpráva MOTOR JIKOV Group 2016). Po odečtení lze zbylou část nákladových úroků porovnat s výší bankovních úvěrů.

**Tab. 21 Analýza nákladových úroků mateřské společnosti (tis. Kč)**

	2016	2015	2016*	2015*
Pohledávky vůči skupině	371 540	1 139 521	-	-
Výnosové úroky	35 849	33 282	2 630	2 340
Bankovní úvěry	133 254	293 314	133 254	293 314
Závazky vůči skupině	332 675	1 099 030	-	-
Nákladové úroky	40 462	37 468	7 243	6 526
*stav po vyjmutí konsolidačních efektů				

Zdroj: Vlastní zpracování na základě konsolidované výroční zprávy 2015 a 2016

Dle tab. 22 byla v roce 2016 průměrná úroková sazba mateřské společnosti 5,44 %, nicméně v roce 2015 tato sazba činila jen 2,22 %. Ovšem mezi lety došlo k razantnímu snížení bankovních úvěrů. Vzhledem k tomu, že rozvaha je stavový výkaz a vykazuje tak aktuální stav k danému datu, zatímco výkaz zisků a ztrát je tokový výkaz, dochází ke zkreslení. V případě, že by společnost uhradila tyto úvěry v pozdější fázi roku, byly by již úroky za tyto úvěry nasčítané v nákladech. Z tohoto důvodu je lepší vzít průměr obou roků, který by věrněji reprezentoval skutečnost. V takovém případě by průměrná úroková sazba činila 3,23 %.

**Tab. 22 Úroková sazba mateřské společnosti (tis. Kč)**

	2016	2015	Průměr
Bankovní úvěry	133 254	293 314	426 568
Nákladové úroky	7 243	6 526	13 769
Úroková sazba	5,44 %	2,22 %	3,23 %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky



## 6.7 Návrh opatření

Hlavním problémem, se kterým se podnik potýká, je stále se snižující vlastní kapitál, a to vlivem záporného výsledku hospodaření. Zatímco provozní výsledek hospodaření je kladný. Ztráta je tedy především způsobena nákladovými úroky.

Aby došlo k zamezení prohlubování ztráty, je potřeba snížit nákladové úroky o částku 10 milionů Kč. Při úrokové sazbě 8,44 % by tak podnik musel snížit úročené závazky o 119 milionů Kč. Vzhledem k tomu, že celková výše úročeného cizího kapitálu je 264 milionů Kč, jednalo by se tak o 45 % snížení, což není příliš reálné. Nicméně určité snížení závazků podnik může dosáhnout prodejem části aktiv, respektive oběžných aktiv. V rámci oběžných aktiv podnik vlastní pohledávky z obchodních styků v celkové výši 145 milionů Kč. Podnik by tedy mohl požadovat dřívější splácení svých pohledávek, a tím získat finanční prostředky na oddlužení.

V současné době jsou pohledávky z obchodních vztahů spláceny průměrně po 78 dnech – viz (48).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodních vztahů}}{\text{denní tržby}} = \frac{145\,059}{\frac{678\,322}{365}} = 78,06 \text{ dní} \quad (48)$$

Pokud by podnik snížil tyto pohledávky o 40 milionů Kč, znamenalo by to snížení doby obratu o 21,5 dne na hodnotu 56,5 dne (49). Zde je ovšem nutné upozornit, že se jedná pouze o krátkodobé řešení, jelikož touto skutečností přichází podnik o konkurenční výhodu a časem by mohlo dojít k odlivu odběratelů, a tím i ke snížení tržeb.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{105\,059}{\frac{678\,322}{365}} = 56,5 \text{ dní} \quad (49)$$

I kdyby se podnik vlivem snížení závazků dostal na nulový zisk, jednalo by se pouze o pohled z účetního hlediska. Ekonomický zisk by byl stále záporný. Vlastník by si nemohl vyplatit dividendy, ani by nedocházelo ke zhodnocení jeho vložených prostředků. Ekonomická přidaná hodnota by tak byla stále záporná.

Další z možností, jak lze snížit objem cizího kapitálu, je rekapitalizace dluhu za mateřskou společností. Tedy celkový objem úročených závazků za matkou v hodnotě 169 milionů korun by byl přesunut do vlastního kapitálu. Díky tomu by

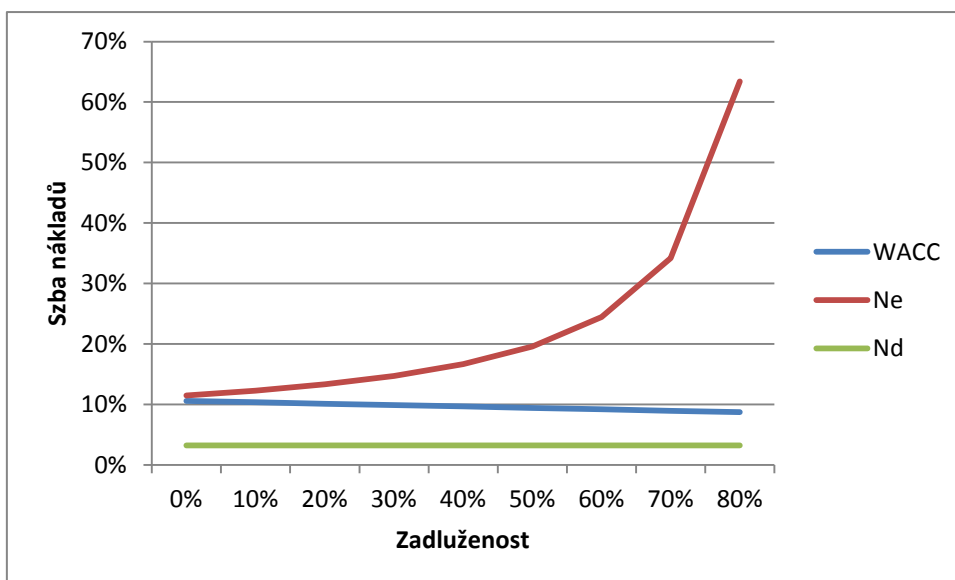
klesly úrokové náklady při úrokové sazbě 8,44 % o 14 milionů Kč a společnost by se tak stala ziskovou.

Nicméně lze předpokládat vyšší úrokovou sazbu vůči mateřské společnosti a z toho důvodu by úroková sazba klesla vlivem rekapitalizace na průměrnou sazbu matky, tedy na 3,23 %. Při této sazbě by nákladové úroky činily celkem 3 miliony Kč.

Následující graf zobrazuje průběh vážených nákladů na kapitál WACC (obr. 5). Ačkoliv požadavky vlastníků rostou exponenciálně se zadlužeností, vzhledem k nízké sazbě cizího kapitálu náklady WACC neustále klesají. Zatímco při nulové zadluženosti by průměrné náklady byly na úrovni požadavků vlastníků, tedy 10,82 % (50), s růstem zadluženosti sazba WACC klesá až na hodnotu přibližně 8,5 %. To by odpovídalo maximálnímu zadlužení.

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \times \beta_A + RPZ = 2,80 \% + 5,08 \% \times 1,42 + 0,81 \% = 10,82 \% \quad (50)$$

Vzhledem k rostoucí zadluženosti podniku by rostlo i riziko platební neschopnosti. Z tohoto důvodu je otázkou, do jaké míry by byly bankovní subjekty ochotny půjčovat tomuto podniku. To bude pravděpodobně záviset na formě ručení, například i z pozice matky.



Zdroj: Vlastní zpracování

**Obr. 5 Vývoj průměrných nákladů WACC podniku v závislosti na zadluženosti**

Vzhledem k tomu, že rentabilita investovaného kapitálu podniku je 3,64 % (51), neboli vyšší, než jsou náklady cizího kapitálu. Díky pozitivnímu efektu finanční páky dochází ke zvyšování rentability vlastního kapitálu.

$$\text{rentabilita investovaného kapitálu} = \frac{EBIT}{\text{investovaný kapitál}} = \frac{12\,330}{338\,273} = 3,64 \% \quad (51)$$

Snažit se o maximální zadlužení není příliš moudré, vzhledem k cykličnosti ekonomiky. V současné době je ekonomika na vzestupu, ovšem v případě ekonomické krize lze předpokládat snížení tržeb, a s tím souvisí i možné problémy s likviditou.

Zde by bylo vhodné využít průměrných odvětvových statistik. V případě rekapitalizace dluhu mateřské společnosti by hodnota vlastního kapitálu dosahovala přibližně 49 %. I v tomto případě je čistý pracovní kapitál záporný. Dle účetní závěrky podniku má společnost krátkodobý revolvingový úvěr ve výši 30 milionů korun. Banka tedy každý rok poskytuje novou úvěrovou smlouvu. Nicméně pokud by se zhoršila ekonomická situace, banka nemusí prodloužit smlouvu a bude požadovat splnění závazku. To by mohlo ohrozit platební schopnost podniku a vést k jeho zániku. Kdyby byl tento úvěr nahrazen dlouhodobým bankovním úvěrem, z hlediska finančního plánování by docházelo k efektivnějšímu plánování finančních toků. Čistý pracovní kapitál by díky těmto krokům dosahoval kladných hodnot.

Po rekapitalizaci dluhu by hodnota úročeného cizího kapitálu klesla na hodnotu 95,4 milionů Kč. Ukazatel úrokového krytí by při úrokové míře 3,23 % dosahoval hodnoty 4,01 (52). Tedy by došlo ke splnění doporučených hodnot, kdy za doporučenou hodnotu se uvádí hodnota nejméně 3.

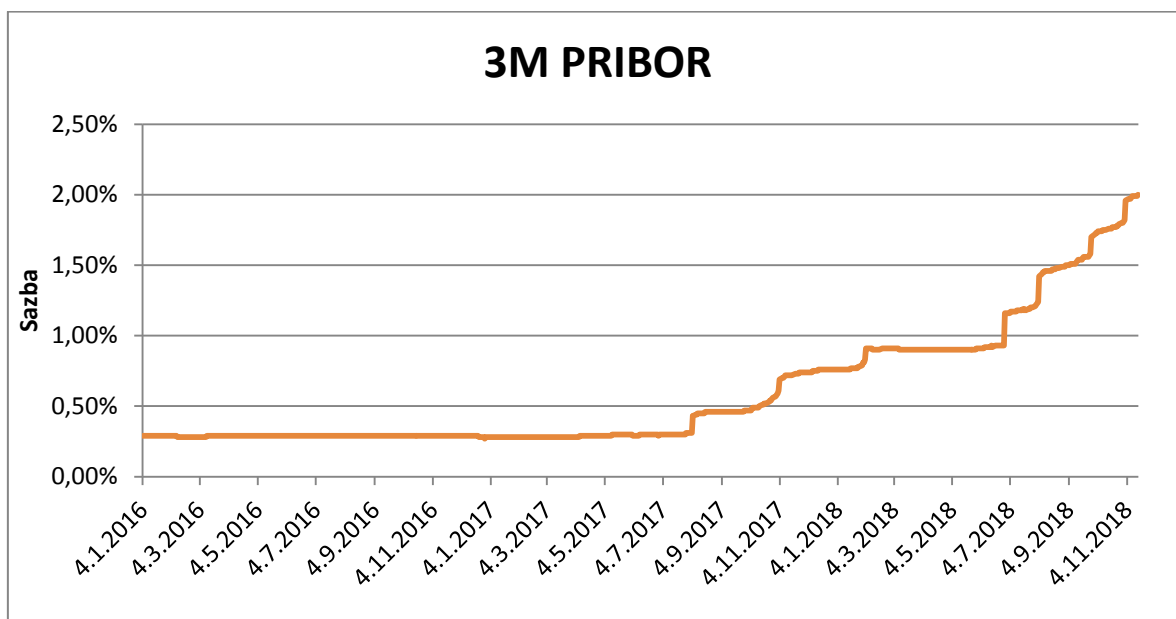
$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{celkový nákladový úrok}} = \frac{12\,330}{95\,363 \times 3,23 \%} = 4,01 \quad (52)$$

### **Aktuální vývoj na trhu úrokových sazeb**

Dalším důvodem, proč není vhodné pro podnik maximálně se zadlužovat je nestálost úrokových sazeb na trhu v čase. Úroková sazba se často odvíjí od sazby PRIBOR, ke které následně banka přidává určitou přírážku.

Na obr. 6 je znázorněn vývoj sazby 3M PRIBOR. Oproti roku 2016, kdy sazba dosahovala po celý rok přibližně stejné hodnoty 0,3 %. V listopadu roku 2018 se

hodnota této sazby pohybovala na úrovni téměř 2 %. Jedná se tak o rozdíl 1,7 %. Vzhledem k tomu by sazba 3,23 % vzrostla na hodnotu 4,93 %.



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat ČNB

**Obr. 6 Vývoj sazby 3M PRIBOR od roku 2016**

Za této situace by rentabilita investovaného kapitálu byla nedostatečná a podnik by podle této teorie neměl upřednostňovat cizí zdroje, jelikož je nedokáže dostatečně využít. Při vyšším zapojení cizího kapitálu dochází ke snižování rentability vlastního kapitálu. Proto je nezbytně nutné zvýšit rentabilitu investovaného kapitálu. Nicméně záleží na konkrétních nastavených podmínkách úvěrových smluv, kdy může být nastavena fixní sazba v rámci určitých období úvěru. V takovém případě by se alespoň v nejbližší době příliš neměnila.

Pokud by ale došlo ke zvýšení úrokové sazby, je nutné učinit opatření na zvýšení rentability investovaného kapitálu.

Podnik by teoreticky mohl prodat některá svá aktiva, a tím snížit velikost investovaného kapitálu a zvýšit jeho rentabilitu. Při porovnání s konkurencí však bylo zjištěno, že obrat aktiv je velmi podobný odvětvovým statistikám Ministerstva průmyslu a obchodu (2016), a tedy nějaké zvyšování efektivity oproti konkurenci není příliš reálné. Proto je nezbytně nutné prozkoumat provozní část výkazu zisků a ztrát, porovnat hodnoty s odvětvím a nalézt problémové oblasti. Jejich

odstranění by vedlo ke zvýšení rentability, a tedy k efektivnějšímu využití půjčených zdrojů.

V případě úrokové sazby 4,93 %, by provozní zisk podniku musel za stávající výše investovaného kapitálu dosáhnout hodnoty 16,677 milionů Kč.

### **Analýza provozní části výkazu zisků a ztrát**

Bohužel jak již bylo řečeno, není možné dosáhnout dostatečné rentability bez úprav v provozních nákladech podniku. V roce 2016 byl provozní zisk podniku 12,3 milionů Kč. Při porovnání s odvětvím na základě statistických dat lze zjistit, že průměrná provozní zisková marže ostatních podniků je 3,84 %, zatímco u tohoto podniku pouhých 1,82 %.

V následující tabulce (tab. 23) jsou zobrazena data společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s. a data odvětví.

**Tab. 23 Porovnání provozního zisku podniku s odvětvím (tis. Kč)**

	<b>MOTOR JIKOV Slévárna</b>	<b>Odvětví</b>
Celkové tržby	678 322 (100 %)	147 165 787 (100 %)
Výkonová spotřeba	507 095 (74,76 %)	121 081 343 (82,28 %)
Přidaná hodnota	171 227 (25,24 %)	26 084 444 (17,72 %)
Osobní náklady	132 440 (19,52 %)	16 106 498 (10,94 %)
Produktivita práce	1,29	1,62
Ostatní náklady	26 457 (3,90 %)	4 319 961 (2,94 %)
Provozní zisk	12 330 (1,82 %)	5 657 985 (3,84 %)

Zdroj: Vlastní zpracování na základě účetní závěrky za rok 2016 a dat MPO 2016

Při analýze jednotlivých pozic si lze všimnout pozitivní odchylky v oblasti výkonové spotřeby, kdy podíl této položky vůči tržbám dosahuje zkoumaný podnik lepších výsledků než celé odvětví. Zatímco výkonová spotřeba dosahuje průměrně 82 % tržeb, u zkoumaného podniku se jedná pouze o 75 %. Jinými slovy, přidaná hodnota zkoumaného podniku je o 7,5 procentních bodů vyšší, než je průměr odvětví. Zde si tedy podnik stojí lépe a není potřeba žádných úprav.

Problém nastává u další významné položky, a tou jsou osobní náklady. Jedná se o výdaje na mzdy zaměstnanců, a s tím spojené další náklady. Oproti průměru odvětví jsou osobní náklady v případě společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s. téměř dvakrát vyšší. Jedná se ale o podíl na tržbách. Přesnějším údajem by mohl

být parametr produktivity práce neboli poměr přidané hodnoty k celkovým nákladům na zaměstnance. V případě zkoumaného podniku je koeficient produktivity práce 1,29. V porovnání s konkurencí je tento údaj nízký, neboť ostatní společnosti v odvětví dosahují průměrně hodnoty 1,62. Tedy se stejnými náklady dokážou vyprodukovat více. To tedy znamená, že zkoumaný podnik má buď nízkou přidanou hodnotu, což bylo vyloučeno, jelikož přidaná hodnota je na tom dokonce lépe, anebo má společnost příliš mnoho zaměstnanců.

Aby došlo k narovnání a dosažení hodnoty trhu, musela by tato společnost snížit osobní náklady přibližně o 20 % na hodnotu 105,7 milionů korun. V takovém případě by došlo ke zvýšení provozního zisku o 26,7 milionů Kč. Provozní zisk by tedy za této situace činil 39 milionů Kč. Nicméně bylo by naivní snažit se o takovou změnu během krátké doby, jedná se ovšem o potenciál, kterého může podnik v budoucnu dosáhnout.

V první řadě by se podnik měl snažit o zvýšení provozního zisku na hodnotu 16,677 milionů Kč, tedy snížit osobní náklady o 4,347 milionů Kč. Tohoto výsledku by podnik dosáhl snížením osobních nákladů o 3,28 % za předpokladu stejné výše všech položek ve výkazu zisků a ztrát. Pokud by se zisk společnosti vyvíjel jiným způsobem, je třeba zohlednit i tyto vlivy.

## Závěr

Cílem této diplomové práce bylo provést analýzu kapitálové struktury společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s., jejíž vlastní kapitál se v posledních letech neustále snižoval a podnik se tak dostává do stále větší zadluženosti. V poslední době se již hodnota vlastního kapitálu dostala pod úroveň základního kapitálu, což ohrožuje další působení podniku. Nedochozí tedy k navyšování hodnoty podniku, ale naopak jeho hodnota stále klesá.

Práce byla rozdělena do šesti kapitol. Nejprve byla popsána základní problematika kapitálové struktury a její jednotlivé prvky. Ve druhé kapitole byla blíže specifikována bilanční pravidla, která přináší lepší přehled o poměru majetkové a kapitálové struktury. V další části práce byly popsány metody finanční analýzy, zejména analýza stavových ukazatelů, poměrových ukazatelů a analýza čistého pracovního kapitálu. Na tuto kapitolu následně navazuje analýza nákladů kapitálu, která popisuje jednotlivé možnosti stanovení těchto nákladů.

V praktické části byla nejprve představena společnost MOTOR JIKOV Slévárna a.s. společně s jejími vazbami na ostatní osoby v holdingu. Následně byla aplikována analýza stavových ukazatelů, respektive vertikální a horizontální analýza, která poskytla základní informace o struktuře a vývoji rozvahy podniku. Na jejím základě byla zjištěna stále se zvyšující zadluženost podniku v posledních letech, přičemž téměř 80 % zdrojů pochází z externího prostředí. Nicméně při analýze zadluženosti vůči bankovním subjektům tato zadluženost činila pouze necelých 30 %. V porovnání s konkurencí se stále jedná o relativně vysokou hodnotu, neboť průměrná zadluženost podniků v odvětví činí 11 %.

V případě čistého pracovního kapitálu podnik dlouhodobě dosahuje záporných hodnot, což se negativně projevuje na likviditě podniku a vzniká zde zvýšené riziko platební neschopnosti. Bohužel i v případě, že by závazky za matkou byly očištěny, byl by čistý pracovní kapitál stále záporný. I kdyby tedy mateřská společnost nevyžadovala platby, nemusel by tento efekt dostačovat.

V případě analýzy výkonnosti je situace podniku relativně dobrá. V oblasti obratu aktiv podnik dosahuje lepších hodnot než odvětví. Majetek podniku je tedy srovnatelný s odvětvím, a tudíž zde nedochází ke snižování hodnoty majetku z důvodu úspor.

V rámci analýzy nákladů kapitálu byly nejprve zkoumány náklady cizího kapitálu, které oproti konkurenci dosahovaly relativně vysokých hodnot. V případě nákladů vlastního kapitálu byl použit model oceňování kapitálových aktiv, který nejlépe zohledňuje vývoj požadavků vlastníka v závislosti na zadluženosti. Vlivem vysokých nákladů na cizí kapitál a razantního zapojení cizího kapitálu došlo k negativnímu projevu na hodnotě průměrných nákladů na kapitál.

V rámci analýzy ekonomické přidané hodnoty byly zjištěny záporné hodnoty tohoto ukazatele, podnik tedy nedokáže uspokojit veškeré požadavky vlastníků.

Na konci šesté kapitoly byla navržena možná opatření, která by zlepšila kapitálovou situaci podniku. Finanční management by například mohl vyžadovat zrychlení inkasa pohledávek od svých odběratelů. Tím by došlo ke snížení objemu pohledávek a uvolnění prostředků na snížení velikosti kapitálové potřeby, a tím i snížení úplatných zdrojů. Jedná se ovšem jen o krátkodobé řešení, které by zhoršilo konkurenční pozici a negativně by to působilo na likviditu podniku.

Z dlouhodobého hlediska by bylo vhodnější kapitalizovat dluh vůči mateřské společnosti. Tím by došlo ke zvýšení vlastního kapitálu, a tedy snížení zadluženosti. Náklady cizího kapitálu by byly také sníženy a dostaly by se pod úroveň rentability investovaného kapitálu. Jinými slovy zapojení cizího kapitálu by již nepůsobilo negativně, ale pozitivně na úroveň rentability vlastního kapitálu.

Podnik by se také měl zaměřit na zvýšení své ziskovosti, jelikož v poslední době dochází ke zvyšování úrokových sazeb na trhu, což negativně ovlivňuje či může ovlivnit náklady cizího kapitálu a opětovné překonání hranice rentability investovaného kapitálu. Toho by bylo možné dosáhnout snížením osobních nákladů, které jsou v porovnání s konkurencí vysoké.



## Seznam literatury

BRIGHAM, Eugene F. *Financial Management. : Theory and Practice*. 13th edition. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011. ISBN 978-1-4390-7809-9.

BOKŠOVÁ, Jiřina. *Účetní výkazy pod lupou I. : Základy účetního výkaznictví*. 1. vydání. Praha: LINDE Praha, 2013. ISBN 978-80-720-1-921-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2

KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. 2., rozš. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2011. ISBN 978-80-7380-315-5

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5

MRKVIČKA, Josef a Jiří STROUHAL. *Manažerské finance*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Institut certifikace účetních, c2014. Vzdělávání účetních v ČR (Institut certifikace účetních). ISBN 978-80-86716-92-3

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. Vydání. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3158-2

PALEPU, Krishna G. *Business Analysis and Valuation.: Text and Cases. IFRS Edition*. 2end Edition. Andover: South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4080-1749-4.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. 152 stran. ISBN 978-80-247-5534-2

STROUHAL, Jiří. *Oceňování v účetnictví*. 1. vydání. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2013. ISBN 978-80-7478-366-1

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1

SYNEK, Miloslav a kol. *Podniková ekonomika*. 6. vydání. Praha: C. H. Beck, 2015. 560 s. ISBN 978-80-7400-274-8.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vydání. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. 1. vydání, Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1

#### **Další zdroje:**

Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current | Damodaran [online]. Copyright 2018a [cit. 26.11.2018] Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

Betas | Damodaran [online]. Copyright 2018b [cit. 26.11.2018] Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

Country Default Spreads and Risk Premiums | Damodaran [online]. Copyright 2018c [cit. 26.11.2018] Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016 | MPO. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Copyright © 2005 - 2018 [cit. 04.10.2018]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>

MOTOR JIKOV Slévárna a.s. | MOTOR JIKOV GROUP. *MOTOR JIKOV GROUP* [online]. Copyright © 2013 MOTOR JIKOV Group a.s. [cit. 09.12.2018]. Dostupné z: <http://www.motorjikov.com/spolecnosti/motor-jikov-slevarna/>

Sazby PRIBOR - roční historie - Česká národní banka. [online]. Copyright © Česká národní banka, 2003 - 2018 [cit. 08.12.2018]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/rok\\_form.jsp](https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/rok_form.jsp)

Účetní závěrka KOVOLIT Česká, spol. s r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=556056>

Účetní závěrka Slévárna Pilana Hulín, spol. s r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=563914>

Účetní závěrka TOS - MET slévárna a.s. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=340123>

Výroční zpráva KRÁLOVOPOLSKÁ SLÉVÁRNA, s.r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=464140>

Výroční zpráva Moravské kovárny, a.s. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=429520>

Výroční zprávy MOTOR JIKOV Group a.s. za roky 2015 – 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 26.11.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=59449>

Výroční zprávy MOTOR JIKOV Slévárna a.s. za roky 2012 – 2016 | Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 26.11.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=505074>

Výroční zpráva Slévárna a modelárna Nové Ransko, s.r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=442984>

Výroční zpráva Slévárna HEUNISCH Brno, s.r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=619144>

Účetní závěrka "Slévárna hliníku s.r.o." za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=651557>

Výroční zpráva Slévárna Kuřim, a.s. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=200107>

Výroční zpráva Vítkovické slévárny, spol. s r.o. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=708003>

Výroční zpráva VÚHŽ a.s. za rok 2016 | Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. Copyright © 2012 - 2015 [cit. 05.12.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=711404>

## Seznam obrázků a tabulek

### Seznam obrázků

Obr. 1 Upravený pracovní kapitál pro výpočet investovaného kapitálu .....	23
Obr. 2 Vztah mezi EBIT a ROE .....	25
Obr. 3 Zobrazení vztahů mezi jednotlivými členy holdingu.....	41
Obr. 4 Závislost úrokové sazby na zadluženosti .....	62
Obr. 5 Vývoj průměrných nákladů WACC podniku v závislosti na zadluženosti...	66
Obr. 6 Vývoj sazby 3M PRIBOR od roku 2016.....	68

### Seznam tabulek

Tab. 1 Způsob stanovení volného cash flow .....	35
Tab. 2 Vertikální analýza (upravená rozvaha) za posledních 5 let .....	43
Tab. 3 Horizontální analýza za posledních 5 let .....	44
Tab. 4 Vertikální analýza (upravená rozvaha) za posledních 5 let .....	46
Tab. 5 Určení investovaného kapitálu (tis. Kč) .....	47
Tab. 6 Zadluženost podniku .....	47
Tab. 7 Zadluženost podniku vůči třetím subjektům .....	48
Tab. 8 Úrokové krytí .....	48
Tab. 9 Likvidita podniku.....	49
Tab. 10 Obrat aktiv podniku .....	50
Tab. 11 Čistý pracovní kapitál (v tisících Kč).....	51
Tab. 12 Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika .....	52
Tab. 13 Zlaté pari pravidlo (v tisících Kč) .....	53
Tab. 14 Zlaté poměrové pravidlo.....	53
Tab. 15 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (tis. Kč) .....	57
Tab. 16 Výpočet volného cash flow za rok 2016 (tis. Kč) .....	57

Tab. 17 Výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok 2016 (tis. Kč).....	59
Tab. 18 Stanovení nulové ekonomické přidané hodnoty za rok 2016 (tis. Kč).....	59
Tab. 19 Kapitálová struktura – porovnání s odvětvím .....	60
Tab. 20 Majetková struktura – porovnání s odvětvím.....	61
Tab. 21 Analýza nákladových úroků mateřské společnosti (tis. Kč).....	64
Tab. 22 Úroková sazba mateřské společnosti (tis. Kč).....	64
Tab. 23 Porovnání provozního zisku podniku s odvětvím (tis. Kč) .....	69

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1 Rozvaha podniku od roku 2012 až 2016 .....	80
Příloha č. 2 Upravená rozvaha od roku 2012 až 2016 .....	81
Příloha č. 3 Výkaz zisků a ztrát od roku 2012 až 2016 .....	82
Příloha č. 4 Odhad průměrné úrokové sazby trhu .....	83

## Příloha č. 1 Rozvaha podniku od roku 2012 až 2016

V tis. Kč	2016	2015	2014	2013	2012
<b>AKTIVA</b>	<b>609 973</b>	<b>920 639</b>	<b>727 531</b>	<b>517 422</b>	<b>572 707</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>294 417</b>	<b>281 821</b>	<b>286 715</b>	<b>261 982</b>	<b>272 455</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>312 005</b>	<b>634 289</b>	<b>435 747</b>	<b>247 818</b>	<b>289 027</b>
Zásoby	60 160	69 705	70 372	64 793	59 647
Pohledávky	237 440	559 644	352 391	157 763	216 091
Pohledávky z obchodních vztahů	145 059	105 841	119 876	124 559	104 754
Pohledávky- ovládaná nebo ovládající osoba	79 902	444 834	221 831	19 640	90 451
Pohledávky - ostatní	12 479	8 969	10 684	13 564	20 886
Peněžní prostředky	14 405	4 940	12 984	25 262	13 289
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>3 551</b>	<b>4 529</b>	<b>5 069</b>	<b>7 622</b>	<b>11 225</b>
<b>PASIVA</b>	<b>609 973</b>	<b>920 639</b>	<b>727 531</b>	<b>517 422</b>	<b>572 707</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>74 262</b>	<b>83 907</b>	<b>100 703</b>	<b>93 135</b>	<b>90 645</b>
Základní kapitál	108 000	108 000	108 000	108 000	108 000
Ážio a kapitálové fondy	52 404	51 913	52 546	46 313	50 148
Fondy ze zisku	0	80	306	4 053	4 423
Výsledek hospodaření minulých let	-76 086	-60 503	-66 475	-71 927	-51 991
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-10 056	-15 583	6 326	6 696	-19 935
<b>Cizí zdroje</b>	<b>535 646</b>	<b>836 732</b>	<b>626 761</b>	<b>424 226</b>	<b>481 971</b>
Dlouhodobé závazky	39 200	30 001	44 507	11 045	16 189
Krátkodobé závazky	496 446	806 731	582 254	413 181	465 782
Závazky k úvěrovým institucím	56 163	52 996	57 475	46 800	45 823
Krátkodobé přijaté zálohy	9 733	9 605	13 143	1 712	3 878
Závazky z obchodních vztahů	157 536	126 954	149 882	125 544	124 287
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	248 550	592 906	339 564	215 434	273 892
Závazky ostatní	24 464	24 270	22 190	23 691	17 902
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>67</b>	<b>61</b>	<b>91</b>

Zdroj: Výroční zprávy podniku MOTOR JIKOV Slévárna a.s. 2012 až 2016



## Příloha č. 2 Upravená rozvaha od roku 2012 až 2016

V tis. Kč	2016	2015	2014	2013	2012
<b>AKTIVA</b>	<b>530 071</b>	<b>475 805</b>	<b>505 700</b>	<b>497 782</b>	<b>482 256</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>294 417</b>	<b>281 821</b>	<b>286 715</b>	<b>261 982</b>	<b>272 455</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>232 103</b>	<b>189 455</b>	<b>213 916</b>	<b>228 178</b>	<b>198 576</b>
Zásoby	60 160	69 705	70 372	64 793	59 647
Pohledávky	157 538	114 810	130 560	138 123	125 640
Pohledávky z obchodních vztahů	145 059	105 841	119 876	124 559	104 754
Pohledávky - ostatní	12 479	8 969	10 684	13 564	20 886
Peněžní prostředky	14 405	4 940	12 984	25 262	13 289
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>3 551</b>	<b>4 529</b>	<b>5 069</b>	<b>7 622</b>	<b>11 225</b>
<b>PASIVA</b>	<b>530 071</b>	<b>475 805</b>	<b>505 700</b>	<b>497 782</b>	<b>482 256</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>74 262</b>	<b>83 907</b>	<b>100 703</b>	<b>93 135</b>	<b>90 645</b>
Základní kapitál	108 000	108 000	108 000	108 000	108 000
Ážio a kapitálové fondy	52 404	51 913	52 546	46 313	50 148
Fondy ze zisku	0	80	306	4 053	4 423
Výsledek hospodaření minulých let	-76 086	-60 503	-66 475	-71 927	-51 991
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-10 056	-15 583	6 326	6 696	-19 935
<b>Cizí zdroje</b>	<b>455 744</b>	<b>391 898</b>	<b>404 930</b>	<b>404 586</b>	<b>391 520</b>
Dlouhodobé závazky	39 200	30 001	44 507	11 045	16 189
Krátkodobé závazky	416 544	361 897	360 423	393 541	375 331
Závazky k úvěrovým institucím	56 163	52 996	57 475	46 800	45 823
Krátkodobé přijaté zálohy	9 733	9 605	13 143	1 712	3 878
Závazky z obchodních vztahů	157 536	126 954	149 882	125 544	124 287
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	168 648	148 072	117 733	195 794	183 441
Závazky ostatní	24 464	24 270	22 190	23 691	17 902
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>65</b>	<b>0</b>	<b>67</b>	<b>61</b>	<b>91</b>

Zdroj: Výroční zprávy podniku MOTOR JIKOV Slévárna a.s. 2012 až 2016

### Příloha č. 3 Výkaz zisků a ztrát od roku 2012 až 2016

V tis. Kč	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků</b>	<b>612 573</b>	<b>625 575</b>	<b>616 028</b>	<b>605 438</b>	<b>561 923</b>
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>65 749</b>	<b>63 822</b>	<b>35 550</b>	<b>40 154</b>	<b>34 319</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>507 095</b>	<b>500 512</b>	<b>477 562</b>	<b>471 508</b>	<b>467 632</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	61 763	56 294	25 038	27 751	27 035
Spotřeba materiálu a energie	348 819	361 550	361 094	350 655	344 966
Služby	96 513	82 668	91 430	93 102	95 631
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	<b>341</b>	<b>6 026</b>	<b>-13 560</b>	<b>-2 517</b>	<b>-11 694</b>
<b>Aktivace (-)</b>	<b>-765</b>	<b>-2 407</b>	<b>-2</b>	<b>-344</b>	<b>-253</b>
<b>Osobní náklady</b>	<b>132 440</b>	<b>131 589</b>	<b>128 800</b>	<b>120 567</b>	<b>115 297</b>
Mzdové náklady	96 669	96 871	94 691	88 312	84 652
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	35 771	34 718	34 109	32 255	30 645
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 101	32 171	31 491	29 499	28 241
Ostatní náklady	3 670	2 547	2 618	2 756	2 404
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	<b>33 663</b>	<b>37 445</b>	<b>33 866</b>	<b>27 670</b>	<b>30 469</b>
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>38 060</b>	<b>12 399</b>	<b>24 800</b>	<b>6 542</b>	<b>22 121</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	14 651	4 575	11 767	94	3 892
Tržby z prodaného majetku	7 397	4 053	6 874	4 090	6 275
Jiné provozní výnosy	16 012	3 771	6 159	2 358	11 954
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>31 278</b>	<b>17 694</b>	<b>28 702</b>	<b>22 300</b>	<b>30 279</b>
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 283	707	7 361	0	3 354
Zůstatková cena prodaného majetku	3 506	1 164	2 966	1 575	4 205
Daně a poplatky v provozní oblasti	254	268	271	235	258
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	1 140	0	1 693	1 558	15
Jiné provozní náklady	22 095	15 555	16 411	18 932	22 447
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>12 330</b>	<b>10 937</b>	<b>21 010</b>	<b>12 950</b>	<b>-13 367</b>
Výnosové úroky	1	1	4	8	8
Nákladové úroky	22 285	18 527	11 704	11 102	11 497
Ostatní finanční výnosy	3 676	7 089	6 706	20 523	21 695
Ostatní finanční náklady	4 969	16 419	9 088	13 867	21 021
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-23 577</b>	<b>-27 856</b>	<b>-14 082</b>	<b>-4 438</b>	<b>-10 815</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-11 247</b>	<b>-16 919</b>	<b>6 928</b>	<b>8 512</b>	<b>-24 182</b>
Daň z příjmů	-1 191	-1 336	602	1 816	-4 247
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>-10 056</b>	<b>-15 583</b>	<b>6 326</b>	<b>6 696</b>	<b>-19 935</b>

Zdroj: Výroční zprávy podniku MOTOR JIKOV Slévárna a.s. 2012 až 2016

## Příloha č. 4 Odhad průměrné úrokové sazby trhu

Rok 2016	Úroková sazba	Celková zadluženost	Pasiva (tis. Kč)
Vítkovické slévárny, spol. s r.o.	0,97 %	47 %	765 679
Moravské kovárny	1,00 %	17 %	1 134 463
Slévárna Kuřim, a.s.	1,12 %	71 %	471 332
Slévárna hliníku	1,78 %	48 %	34 226
Slévárna HEUNISCH Brno, s.r.o.	2,14 %	36 %	333 034
KRÁLOVOPOLSKÁ SLÉVÁRNA, s.r.o.	2,37 %	59 %	111 558
Slévárna a modelárna Nové Ransko, s.r.o.	3,17 %	65 %	222 440
VÚHŽ a.s.	3,40 %	21 %	403 558
TOS - MET slévárna a.s.	3,64 %	112 %	129 260
Slévárna Pilana Hulín, spol. s r.o.	4,18 %	74 %	38 819
KOVOLIT Česká, spol. s r.o.	6,75 %	13 %	82 097
<b>Vážený průměr</b>	<b>1,80 %</b>		<b>3 726 466</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv jednotlivých podniků

## ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Bc. Petr Procházka		
STUDIJNÍ OBOR	6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku		
NÁZEV PRÁCE	Analýza kapitálové struktury MOTOR JIKOV Slévárna a.s.		
VEDOUCÍ PRÁCE	prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.		
KATEDRA	KFU - Katedra financí a účetnictví	ROK ODEVZDÁNÍ	2019
POČET STRAN	83		
POČET OBRÁZKŮ	6		
POČET TABULEK	23		
POČET PŘÍLOH	4		
STRUČNÝ POPIS	<p>Cílem této diplomové práce je analýza kapitálové struktury společnosti MOTOR JIKOV Slévárna a.s. Kapitálová struktura je jedním z klíčových prvků, kterými by se měl zabývat každý finanční manažer. Správné nastavení kapitálové struktury má pozitivní vliv na tvorbu hodnoty. Teoretická část práce se nejprve zabývá pojmem kapitálová struktura a jejím členěním. Následně jsou definovány metody, zejména prvky finanční analýzy, bilanční pravidla a analýza nákladů kapitálu. Na základě těchto metod je poté provedena analýza zvoleného podniku. V praktické části je nejprve stručně představena zkoumaná společnost a následně je provedena analýza s použitím zmíněných metod. Na základě analýzy byla následně navržena opatření, která by mohla zlepšit situaci podniku.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Náklady kapitálu, bilanční pravidla, kapitálová struktura, model CAPM, průměrné náklady kapitálu		

## ANNOTATION

<b>AUTHOR</b>	Bc. Petr Procházka		
<b>FIELD</b>	6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment		
<b>THESIS TITLE</b>	Analysis of the capital structure MOTOR JIKOV Slévárna a.s.		
<b>SUPERVISOR</b>	prof. Ing. Jiří Strouhal, Ph.D.		
<b>DEPARTMENT</b>	KFU - Department of Finance and Accounting	<b>YEAR</b>	2019
<b>NUMBER OF PAGES</b>	83		
<b>NUMBER OF PICTURES</b>	6		
<b>NUMBER OF TABLES</b>	23		
<b>NUMBER OF APPENDICES</b>	4		
<b>SUMMARY</b>	<p>The aim of this diploma thesis is the analysis of the capital structure of MOTOR JIKOV Slévárna a.s. The capital structure is one of the key elements, which should every financial manager focus on. If the capital structure is set properly, it will have a positive effect on the value of the firm. In the theoretical part of the thesis there are firstly defined a capital structure, its division and the methods especially the financial analysis, the balance rules and the analysis of the cost of the capital. These methods are utilized in the practical part of the thesis. In the practical part there is firstly introduced the chosen company. Afterwards, the analysis is conducted using the methods mentioned in the theoretical part. On the basis of the analysis, there are proposed measures which could improve the situation of the company.</p>		
<b>KEY WORDS</b>	<p>Cost of Capital, balance rules, capital structure, model CAPM, Weighted Average Cost of Capital</p>		