

Vysoká škola ekonomická v Praze

Bakalárska práca

2010

Igor Mišík

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta podnikohospodářská
Obor: Podniková ekonomika a management



Názov bakalárskej práce:

Predpoved' finančnej tiesne podniku prostredníctvom metód finančnej analýzy

Vypracoval: Igor Mišík

Vedúci práce: Ing. Lucien Strnad

Prehlásenie

Prehlasujem, že bakalársku prácu na tému
„Predpoved' finančnej tiesne podniku prostredníctvom metód finančnej analýzy“
som vypracoval samostatne.

Použitú literatúru a podkladové materiály uvádzam v priloženom zozname
literatúry.

V Prahe dňa 1. mája 2010

Podpis

Pod'akovanie

Pod'akovať by som chcel najmä vedúcemu svojej bakalárskej práce
Ing. Lucienovi Strnadovi za ochotu, trpezlivosť, kolegiálny prístup, odborné
rady a komentáre pri vedení mojej bakalárskej práce.

Obsah

1	Úvod	7
2	Teoretická časť	9
2.1	Finančná analýza podniku	9
2.2	Podnik v úpadku	9
2.3	Nástroje a postupy finančnej analýzy	10
2.4	Analýza absolútnych ukazovateľov	13
2.4.1	Horizontálna analýza	13
2.4.2	Vertikálna analýza	13
2.5	Analýza rozdielových ukazovateľov	13
2.5.1	Analýza čistého pracovného kapitálu (NWC – Net working capital)	13
2.6	Analýza pomerových ukazovateľov	14
2.6.1	Ukazovatele rentability	14
2.6.2	Ukazovatele aktivity	15
2.6.3	Ukazovatele likvidity	17
2.6.4	Ukazovatele zadlženosti	18
2.7	Sústavy pomerových ukazovateľov – Bonitné modely	20
2.7.1	Kralickov rýchly test	20
2.7.2	Index bonity	21
2.7.3	Grünwaldow index bonity	21
2.7.4	Sústava bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy	22
2.8	Sústavy pomerových ukazovateľov – Bankrotné modely	25
2.8.1	Altmanova formulácia bankrotu	25
2.8.2	Beermanova diskriminačná funkcia	26
2.8.3	Tafflerov bankrotný model	26
2.8.4	Index IN05	27
2.8.5	Profilová analýza podľa W.H. Beavera	27
2.8.6	Zmijewského model	28
2.9	Medzipodnikové porovnanie	29
2.9.1	Spider analýza	29
3	Praktická časť	31
3.1	Základné údaje o spoločnosti Olšanské papírny a.s.	31
3.2	Stručná charakteristika podniku Tešínske papírny s.r.o.	32
3.3	Analýza absolútnych ukazovateľov	32
3.3.1	Trendová analýza aktív	33
3.3.2	Trendová analýza pasív	35
3.3.3	Trendová analýza výsledovky	37
3.3.4	Percentuálna analýza komponentov aktív	39
3.3.5	Percentuálna analýza komponentov pasív	40
3.3.6	Percentuálna analýza komponentov výsledovky	42
3.4	Analýza rozdielových ukazovateľov - analýza čistého pracovného kapitálu	43
3.5	Analýza pomerových ukazovateľov	44
3.5.1	Ukazovatele rentability	44
3.5.2	Ukazovatele likvidity	45
3.5.3	Ukazovatele aktivity	47
3.5.4	Ukazovatele zadlženosti	48
3.6	Sústavy pomerových ukazovateľov – Bonitné modely	49
3.6.1	Kralickov rýchly test	49
3.6.2	Index bonity	50
3.6.3	Grünwaldow index bonity	50

3.6.4	Sústava bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy.....	52
3.6.5	Zhrnutie výsledkov bonitných modelov.....	54
3.7	Sústavy pomerových ukazovateľov – Bankrotné modely.....	55
3.7.1	Altmanova formulácia bankrotu z roku 1983	55
3.7.2	Altmanova formulácia bankrotu z roku 1995	55
3.7.3	Beermanova diskriminačná funkcia	56
3.7.4	Tafflerov bankrotný model.....	57
3.7.5	Index IN05.....	57
3.7.6	Bankrotný model podľa W.H. Beaver.....	58
3.7.7	Zmijewského model	61
3.7.8	Zhrnutie výsledkov bankrotných modelov.....	62
3.7.9	Popis a percentuálna úspešnosť použitých bonitných a bankrotných modelov.....	62
3.8	Medzipodnikové porovnanie.....	64
3.8.1	Spider analýza	64
4	Záver.....	68
5	Použité zdroje	70
6	Zoznam použitých tabuliek a grafov	72

1 Úvod

Človek, najvyvinutejší tvor našej planéty, sa popri uspokojovaní primárnych potrieb neustále snažil o zlepšovanie podmienok svojho života. Vývoj človeka súvisel najmä so zväčšovaním jeho mozgovej kapacity, čo mu umožnilo jednak sofistikovanejšie uspokojovať svoje primárne potreby, ako aj vznik úplne nových potrieb. Ako bytosť sociálna a prirodzene lenivá začal vymýšľať nové spôsoby, ktoré mu uľahčili a zdokonalili život. Po prirodzenej deľbe práce nasledovalo jej účelné delenie podľa profesií. Výmenný, neskôr peňažný obchod umožnil vznik špecializovaných povolání, najprv ako jednotlivcov, neskôr ako manufaktúr. Tie prešli zložitým vývojom, kým sa dostali do formy v akej ich poznáme dnes – podnikov.

V dnešnom období silnej konkurencie a existencie množstva makroekonomických faktorov vplývajúcich na ekonomiku sa rozhodnutia managementu pre vysoký počet variabilných premenných stávajú čoraz ťažšie. Úvahe o externe pôsobiacich vplyvoch na podnik musí predchádzať dôkladný rozbor samotného podniku. Prvotným zdrojom sú základné finančné výkazy – rozvaha, výkaz ziskov a strát, výkaz cash flow. Tieto dokumenty poskytujú všetky hlavné informácie o podniku avšak vo veľmi neprehľadnej forme.

Metódy finančnej analýzy slúžia na sprehľadnenie a vytiahnutie informácií z účtovných výkazov tak, aby skúmajúci analytik získal údaje s požadovanou vypovedacou schopnosťou. Analytikov môžeme rozdeliť na interných a externých, ktorých delí cieľ skúmania podniku, ako aj zdroje ku ktorým majú prístup. Finančná analýza poskytuje prvotne údaje riadeniu podniku ale aj veriteľom, dodávateľom, odberateľom a ďalším partnerom firmy a následne aj iným externým pozorovateľom. Finančná analýza nie je pevne stanovená, jej prevedenie závisí od dát, ktoré potrebujeme zistiť. V dnešnej dobe finančnej krízy, keď krachuje aj veľa silných podnikov s dlhou a bohatou tradíciou, je dôkladné prevedenie finančnej analýzy dvojnásobne dôležité. Umožňuje zistiť zdravie podniku, prípadne identifikovať nedostatky, ktoré by v blízkej budúcnosti mohli jeho zdravie ohroziť.

Cieľom mojej práce je predpovedanie finančnej tiesne podniku prostredníctvom metód finančnej analýzy. Otázkou je, či by sa včasným aplikovaním vybraných metód finančnej analýzy dalo predísť krachu podniku, resp. určiť slabé miesta v jeho finančnej stabilite v predstihu. V praxi by tieto nastávajúce problémy mohli byť eliminované včasnou a vhodnou formou reštrukturalizácie. To je už ale mimo rozsah tejto bakalárskej práce.

Predmetom práce je rozbor podniku v tiesni. Tiesňou podniku sa rozumie situácia, v ktorej sa podnik nachádza pri nedostatku finančných prostriedkov potrebných na splatenie svojich záväzkov. Táto situácia sa nazýva úpadkom podniku definovaným v § 3 Insolvenčného zákona. V dnešnom období, zmietanom finančnou krízou bol výber podnikov vo finančných problémoch očakávané široký. Podnik Olšanské

papírny a.s. som si vybral pre ich klasický predmet podnikania, dlhú tradíciu a prehľadne zverejnené účtovné výkazy. Prameňom dát pre túto prácu boli účtovné uzávierky podniku Olšanské papírny a.s. za roky 2002 – 2007. Vzhľadom na fakt, že krajský súd vyhlásil úpadok firmy 16.12. 2008 a vyzval všetkých veriteľov, aby sa prihlásili so svojimi pohľadávkami¹, je skúmané obdobie 1 – 6 rokov v predstihu úpadku firmy. Od 19.2. 2009 sa podnik nachádza už v konkurznom riadení.

Moja práca pozostáva z teoretickej a praktickej časti. V teoretickej časti charakterizujem finančnú analýzu ako nástroj finančných analytikov a udávam vysvetlenie pojmov a metód využitých v praktickej časti. Na teoretickú časť nadväzuje praktická časť, v ktorej prevediem samotnú finančnú analýzu. Na začiatku je uvedená charakteristika vyšetrovanej spoločnosti, jej organizačná štruktúra, predmet podnikania a ostatné základné informácie potrebné k uvedeniu čitateľa do obrazu. Samotná výpočtová časť pozostáva z horizontálnej a vertikálnej analýzy rozvahy a výsledovky, analýzy základných rozdielových a pomerových ukazovateľov a vybraných bankrotných a bonitných modelov. Po rozbere bonitných a bankrotných modelov je uvedený čiastkový záver, v ktorom sumarizujem analyzované údaje, hľadám súvislosti jednotlivých ukazovateľov a vyvodzujem následky z nich plynúce. V niektorých modeloch sústav ukazovateľov porovnávam vypočítané hodnoty so zdravým podnikom fungujúcim v rovnakom čase a odvetví – Tešínskymi papírňami s.r.o alebo s hodnotami papierenského odvetvia v Českej republike ako celku.

Záver je celkovým zhrnutím praktickej časti. Okrem zhodnotenia finančnej stability vybraného podniku odpovedá na v úvode predloženú otázku.

Na konci mojej bakalárskej práce uvádzam zoznam použitých zdrojov a v prílohách prikladám rozvahy a výsledovky za roky 2002-2007.

¹ Uvedené v <http://olomoucky.denik.cz>.

2 Teoretická časť

2.1 Finančná analýza podniku²

„Finanční analýza podniku je pojímána jako metoda hodnocení finančního hospodářství podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměrují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Tím se zvyšuje vypovídací schopnost zpracovávaných dat, zvyšuje se jejich informační hodnota.“³ Základem je premeniť vstupné zdroje do takej formy, ktorá má pre analytika vhodnú vypovedaciu schopnosť.

Finančná analýza sa delí podľa metód akými poskytuje výstupné dáta na:

Analýzu absolútnych ukazovateľov

Analýzu rozdielových ukazovateľov

Analýzu pomerových ukazovateľov

Analýzy sústav ukazovateľov

2.2 Podnik v úpadku

Úpadok podniku môže podľa Insolvenčného zákona nastať tromi spôsobmi: platobnou neschopnosťou, predĺžením alebo hroziacim úpadkom. Predĺženie nastáva v situácii ak má podnik viacero veriteľov a súčet jeho záväzkov prevyšuje hodnotu jeho majetku. Hroziaci úpadok je definovaný Insolvenčným zákonom ako situácia, keď sa dá predpokladať, že dlžník nebude schopný riadne a načas plniť podstatnú časť svojich peňažitých záväzkov. Vo svojej bakalárskej práci sa bližšie zaoberám podnikom, ktorého úpadok plynie z platobnej neschopnosti charakterizovanej ako situácia, keď má podnik najmenej dvoch veriteľov, platobná neschopnosť je dlhšia ako 30 dní po lehote splatnosti a podnik nie je schopný svoje záväzky plniť.

Rozobratím poslednej charakteristiky sa dá tvrdiť:

1. Takmer všetky podniky majú v rôznych fázach svojho života viacero veriteľov. Záväzky podnikateľských aj nepodnikateľských subjektov dnes najčastejšie vyplývajú z nakupovania tovaru a služieb na faktúru, z odvodov daní štátu, odvodov na sociálne a zdravotné poistenie atď.
2. Existencia záväzkov dlhšia ako 30 dní po dobe splatnosti je taktiež bežným javom. Môže nastať z rôznych príčin ako napr.: zúčtovacou chybou banky, reklamáciou tovaru sa lehota zaplatenia záväzku

² Zatiaľ čo je terminológia účtovných výkazov jasne a presne stanovená účtovnými štandardmi, terminológia finančnej analýzy zostáva mimo pozornosti tvorcov štandardov. Preto sa v rôznej odbornej literatúre dá stretnúť s rôznymi pojmami majúcimi rovnaký význam. Príkladom je značenie pracovného kapitálu pri niektorých použitých modeloch, pričom významovo sa jedná o čistý pracovný kapitál.

³ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 3

predĺži viac ako 30 dní, uvedením zlého čísla účtu môže pri bezhotovostnom platobnom styku dôjsť k zaplateniu požadovanej čiastky na iný účet atď.

3. Práve kvôli prvým dvom bodom zohráva kľúčovú úlohu tretí bod, ktorý podľa § 3 odst. 2 Insolvenčného zákona stanovuje právnu domnienku neschopnosti dlžníka platiť svoje záväzky.

Právna domnienka vzniká v nasledujúcich prípadoch:

- Dlžník zastavil platby podstatnej časti svojich peňažných záväzkov.
- Dlžník neplní svoje peňažné záväzky po dobu presahujúcu 3 mesiace.
- Nie je možné uspokojenie niektorej zo splatných peňažných pohľadávok voči dlžníkovi výkonom rozhodnutia alebo exekúciou.
- Dlžník nesplnil povinnosť predložiť zoznamy uvedené v § 104 odst. 1, ktorú mu predložil insolvenčný súd.

Definícia úpadku platí pre všetky fyzické a právnické osoby s výnimkou tých, ktoré sú uvedené ako výnimky spadajúce pod § 6 Insolvenčného zákona. Riešenie úpadku podniku môže nastať 4 spôsobmi: konkurzom, reorganizáciou, oddĺžením alebo zvláštnym riešením.

Analyzovaný podnik sa po vyhlásení úpadku dostal do konkurzného riadenia. „Konkurs je podle § 244 Insolvenčního zákona způsob řešení úpadku spočívající v tom, že na základě rozhodnutí o prohlášení konkursu jsou zjištěné pohledávky věřitelů zásadně poměrně uspokojeny z výnosu zpeněžení majetkové podstaty s tím, že neuspokojené pohledávky nebo jejich části nezanikají, pokud zákon nestanoví jinak. Podstatou konkursu je tedy zpeněžení majetkové podstaty přičemž z takto dosaženého výnosu jsou následně uspokojeny zjištěné pohledávky věřitelů a rovněž i následný zánik podniku dlužníka.“⁴

2.3 Nástroje a postupy finančnej analýzy

Finančná analýza sa skladá z množstva jednotlivých metód a postupov, ktoré vychádzajú z odlišných vstupov, porovnávajú rozdielne súvislosti, využívajú odlišné spôsoby a majú špecifickú vypovedaciu schopnosť.

Za základné rozdelenia metód analýzy sa pokladá rozdelenie na technickú a fundamentálnu analýzu. G. Foster vo svojej publikácii Financial Statement Analysis⁵ chápe technickú analýzu ako súhrn metodických nástrojov založených na matematických postupoch. Príkladom sú analýza trendov, pohyb cien k dynamike trhu cenných papierov a iné. Základom prevádzania analýzy je kvantitatívne spracovanie ekonomických údajov s využitím celej škály matematických metód. Naproti tomu stojí fundamentálna analýza, ktorej metodický základ tvoria vnútorné hodnoty podniku stanovené na základe informácií o hodnote majetku podniku, výšky jeho výnosov, typy podnikateľských zámerov atď. Fundamentálna analýza sa sústreďuje na

⁴LANDA, M.: Ekonomika insolvenčního řízení. 1. vyd. Ostrava: KEY Publishing s.r.o., 2009, str. 29

⁵FOSTER, G.: Financial Statement Analysis. Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.Y., 1986.

hodnotenie kvalitatívnych údajov o podniku. Fundamentálny analytik musí byť predovšetkým znalý ekonomických súvislostí a mať odborný odhad vychádzajúci z empirických aj teoretických skúseností.

Vo svojej práci sa zaoberám najmä technickou analýzou, ktorá zahŕňa analýzu absolútnych, rozdielových, pomerových ukazovateľov a analýzu sústav ukazovateľov. Analýzy sústav ukazovateľov sa rozdeľujú podľa cieľa skúmania na bonitné a bankrotné modely.

Do technickej analýzy patrí aj Faktorová analýza, ktorej zmyslom je „postupný rozklad syntetického ukazatele do ukazatelů na nižšom stupni rozkladu a na základe toho identifikácie kauzálných vzťahů medzi syntetickým ukazateľom a ukazateľmi nižšieho stupne, akož i kvantifikácie intenzity jejích působení v čase.“⁶

Príkladom faktorovej analýzy je rozklad vrcholového ukazovateľa ROE uvedeného v ukazovateľoch rentability.

Vo svojej práci využívam aj Probit analýzu, štatistickú techniku, pomocou ktorej, je vyjadrený vzťah medzi odozvou a podnetom. Výsledkom Probit analýzy je veličina získaná numerickou transformáciou, ktorá má priamy vzťah k pravdepodobnosti. Názov je skratka vychádzajúca zo slovného spojenia „probability unit“.

V nasledujúcej tabuľke uvádzam prehľad rozdelenia sústav pomerových ukazovateľov podľa rôznych vlastností.

Tabuľka 1 Delenie sústav pomerových ukazovateľov

<u>rozdelenie modelov</u>	<u>definícia</u>	<u>výhody</u>	<u>nevýhody</u>	<u>predstavitelia</u>
na: kvalitatívne	merané na ordinárnej stupnici alebo logickým výrokom	môžu byť kvantifikované vhodným spôsobom mimo kategorizačnej stupnice, hodnotia viac fundamentálne ukazovatele	pri neexistencii stupnice a presných intervalov dochádza k subjektívnemu skresleniu	Argentiho model, SWOT analýza,
kvantitatívne	merané na kardinálnej stupnici	držia sa presne stanovených klasifikačných stupníc	nemožnosť alebo ťažká parametrizovateľnosť pre jednotlivé podniky	Altmanov model, Beermanov model, Tafflerov model
vytvorené v ČR	modely vytvorené v Českom podnikateľskom prostredí	priamo parametrizované pre České podnikateľské prostredie	obmedzenia pri využití analýzy zahraničných podnikov, obmedzenia pri porovnaní so zahraničnými modelmi	Indexy IN, Bilančné analýzy Rudolfa Douchy, Grünwaldow index bonity
vytvorené v zahraničí	modely vytvorené v cudzích (väčšinou v západných vyspelých ekonomikách) tržných prostrediach	celosvetovo využívané, dobrá porovnateľnosť výsledkov s inými podnikmi	Obmedzenie vypovedacej schopnosti pri využití na Českých podnikoch	Beaverov model, Tafflerov model, Altmanov model
univerzálne	použiteľné pre všetky podniky	možnosť využitia pre všetky podniky, lepšia porovnávací schopnosť	nemožnosť presnej parametrizácie pre všetky druhy podnikov - nižšia vypovedacia schopnosť a presnosť	Altmanov model, Beermanov model, Tamariho model

⁶ MARINIČ, P.: Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2008, str. 94

oborové	konštruované pre určitý typ podnikov alebo podnikov v určitých tržných prostrediach napr. len výrobné podniky, podniky v USA	nastavené pre špecifický okruh podnikov - dosiahnutie lepšej kvality a presnejšej vypovedacej schopnosti	slabšia vypovedacia schopnosť a presnosť hodnotenia pri využití mimo špecifikovaného okruhu modelov	Springatov model, Fulmerov model
sústavy hierarchicky usporiadaných ukazovateľov	slúžia k identifikácii logických a ekonomických väzieb medzi ukazovateľmi a ich rozkladom	možnosť kvantifikácie a ilustrácie prvkov pôsobiach na vrcholový ukazovateľ, dobrá ilustrácia trendu	nevyjadrujú celkovú bonitu, týkajú sa len vrcholového ukazovateľa	Rozklad DuPont, Rozklady likvidity
účelové výbery ukazovateľov	cieľom je zostaviť takú skladbu ukazovateľov, ktoré majú vyžadovanú vypovedaciu hodnotu	požadovaná vypovedacia hodnota, parametrizovateľnosť	subjektívna chyba pri výbere ideálnych ukazovateľov	Index bonity, Beermanov model, Altmanov model
jednorozmerné modely	založená na jednoduchej charakteristike, ktorá má rozlíšiť prosperujúce a neprosperujúce firmy, základom sú typické pomerové ukazovatele, ktorých hodnoty sú transformované na body, klasifikujúce podnik podľa bodových stupníc	konštrukčne jednoduchšie, možnosť počítania priemeru všetkých alebo len vybraných častí modelov	pri počítaní súčtu bodov s aritmetickým priemerom majú všetky ukazovatele rovnakú váhu	Beaverov model, Tamariho model, Kralickov Quicktest
viacrozmerné modely	komplexne hodnotiace podnik zo všetkých strán (rentabilita, likvidita, aktivita, stabilita), jednotlivé podukazovatele sú vybrané s príslušnými váhami pomocou zložitých matematicko-štatistických metód	váhy jednotlivých ukazovateľov určené expertne	konštrukčne zložitejšie modely, potrebná aktualizácia váh modelov v čase	Tafflerov model, Index bonity, Beermanov model
modely ex post	sú vlastne bonitné modely, vedú k poznaniu príčin, ktoré spôsobili danú finančnú situáciu firmy	hodnotia bonitu podniku prihľadajúc na minulosť	Pôvodne nekonštruované na predpoveď budúceho vývoja	bonitné modely
modely ex ante	sú vlastne bankrotné modely, ktorých úlohou je predpovedať (s príslušnou stochasticitou) ako sa bude firma najbližšie roky vyvíjať	predpovedajú budúcnosť ukazovateľmi analyzujúcimi minulosť a súčasnosť	vývoj v budúcnosti sa môže vždy zmeniť, nikdy nie je predpoveď na 100%	bankrotné modely
založené na diskriminačnej analýze	založená na vytýčení "dobrých" a "zlých" podnikov pri dosiahnutí určitej hranice hodnôt	vychádzajú z empirických dát skutočnosti	použitím aj veľkej štatistickej vzorky pri tvorbe deliacich intervalov - neplatnosť pre všetky podniky	Beaverov model, Altmanov model
založené na metóde neurónových sietí	založená na matematických modeloch snažiacich sa simulovať umelé neurónové siete, vo väčšine prípadov sa jedná o adaptívny systém meniaci svoju štruktúru na základe informačného toku	schopnosť adaptívne sa meniť podľa vývoja	pri zlej parametrizácii uzlov nedochádza k rovnakým zmenám v modely ako vo vývoji skutočnom	Postup LVQ, Neurónový model Koha a Tana

2.4 Analýza absolútnych ukazovateľov

Začiatkom každej finančnej analýzy je aspoň stručný prehľad vybraných ukazovateľov finančných výkazov. Už z názvu vyplýva, že tento druh analýzy vychádza z údajov nezmenených z finančných výkazov, preto sa väčšinou uvádza na začiatku analýzy.

2.4.1 Horizontálna analýza

Horizontálna analýza zachytáva vývoj absolútnych ukazovateľov v čase dvoma spôsobmi. Rozdielom dvoch skúmaných rokov, ktorý nám udáva o koľko sa zvýšili resp. znížili hodnoty medziročne, alebo nám tento údaj poskytuje v percentuálnej podobe. Jej hlavným cieľom je prehľad medziročných zmien agregovaných ukazovateľov, poprípade zmien jednotlivých podukazovateľov pôsobiacich na celkové.

Absolútna zmena = ukazovateľ_{n+1} – ukazovateľ_n

Relatívna zmena = (ukazovateľ_{n+1} – ukazovateľ_n) / ukazovateľ_n * 100

2.4.2 Vertikálna analýza

Vertikálna analýza udáva z koľkých percent sa na skúmanej položke podieľali jednotlivé podzložky. Obvykle sa ráta jednotlivý percentuálny podiel častí rozvahy na aktívach resp. pasívach. Ďalej je napr. možno kvantifikovať dlhodobý majetok na jeho podzložky až kým neprídeme k jednotlivým ďalej nerozdeliteľným zložkám. Rozhodujúca je zase vypovedacia hodnota, ktorá postačuje našej analýze.

2.5 Analýza rozdielových ukazovateľov

Analýza rozdielových ukazovateľov v širšom slova zmysle je rozdiel ľubovoľných dvoch ukazovateľov. V užšom slova zmysle sa pod ňou rozumie len analýza čistého pracovného kapitálu.

2.5.1 Analýza čistého pracovného kapitálu (NWC – Net working capital)

Čistý pracovný kapitál vychádza z pracovného kapitálu (celkové obežné aktíva) a očisťuje ich od časti, ktorá je využívaná na financovanie krátkodobých cudzích dlhov. Tak dostávame hodnotu obežných aktív využívanú na financovanie dlhodobými zdrojmi. V praxi je u zdravého podniku čistý pracovný kapitál kladný a slúži ako „poistka“ keď sa podnik dostane do finančných problémov (obežný kapitál je dobre likvidná položka). Preto je dobre výpočet spresniť odpočítaním nelikvidného obežného majetku. Taktiež sa dá výpočet špecifikovať o výdaje budúcich období, ktoré majú povahu záväzkov a na druhej strane príjmami budúcich období, ktoré majú charakter pohľadávok.

NWC = (obežné aktíva + príjmy budúcich období) – (krátkodobé dlhy + výdaje budúcich období)

Ideálna hodnota čistého pracovného kapitálu sa zisťuje analytickým postupom (interní analytici) alebo globálnym postupom⁷, ktorý vychádza z obrátového cyklu peňazí a jednodenných nákladov.

Kapitálová potreba = obrátový cyklus peňazí * jednodenné náklady

Vysoká hodnota čistého pracovného kapitálu je síce atraktívna pre veriteľov ale neefektívna pre podnik samotný.

2.6 Analýza pomerových ukazovateľov

Analýza pomerových ukazovateľov je základom každej finančnej analýzy. Definovaná je ako podiel ktorýchkoľvek dvoch absolútnych ukazovateľov získaných z účtovných výkazov, ktoré po vzájomnom podiele dávajú požadovanú vypovedaciu hodnotu. Najväčšou výhodou pomerových ukazovateľov je, že nám umožňujú porovnávať jednotlivé podniky rôznych veľkostí navzájom alebo podnik s odvetvím svojej pôsobnosti ako celku. Ukazovatele sledujeme za určité obdobie a zostavujeme trendovú analýzu. Najpoužívanejšie ukazovatele vieme rozdeliť do nasledujúcich skupín:

Ukazovatele rentability

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele likvidity

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele kapitálového trhu⁸

2.6.1 Ukazovatele rentability

Rentabilita je kľúčovým ukazovateľom finančnej analýzy z pohľadu investorov. Shareholderov nezaujíma likvidita, zadlženosť, pracovný kapitál a iné faktory. Vo veľkých spoločnostiach väčšinou nie je management firmy totožný s akcionármi, ktorí sa vedením firmy nezaoberajú a častokrát mu ani nerozumejú. Jediným dôležitým ukazovateľom je pre nich rentabilita, teda zhodnotenie kapitálu vloženého do podniku resp. kapitálu vytvoreného podnikom a prípadne rast tržnej hodnoty akcií podniku.

Ukazovatele sa môžu líšiť formou zisku v čitateli:

EAT – zisk po zdanení alebo čistý zisk

EBT – zisk pred zdanením (EAT + dane)

EBIT – zisk pred úrokmi a zdanením (EBT + nákladové úroky NU)

EBITDA – zisk pred úrokmi zdanením a odpismi (EBIT + odpisy)

⁷ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007.

⁸ Ukazovateľmi kapitálového trhu sa vo svojej práci bližšie zaoberať nebudem, keďže s akciami skúmaného podniku sa verejne neobchodovalo.

Nevýhoda EAT je nemožnosť porovnania v čase kvôli zmene daní, odlišnej kapitálovej štruktúre a rôznej výšky odpisov.

Rentabilita vlastného kapitálu - ROE

Udáva výnosnosť vlastníckmi vloženého kapitálu v počte korún zisku pripadajúcich na korunu vloženého kapitálu. Mala by byť vyššia ako úroková miera štátnych dlhopisov aspoň o výšku podstupeného rizika. ROE, ako vrcholový ukazovateľ možno rozložiť na súčin troch dielčích pomerov: EAT/T (prevádzková páka) * T/A (obrat aktív) * A/VK (finančná páka). Prvé dva podukazovatele je snaha maximalizovať, zatiaľ čo tretí je potrebné optimalizovať. ROE je považovaný za najdôležitejší z ukazovateľov rentability, jeho vypovedacia hodnota je však obmedzená problémom času (investície znižujú súčasnú hodnotu, ale je predpoklad, že zvýšia budúcu hodnotu ROE), problémom rizika (čím vyššie riziko, tým vyššie požadované ROE) a problém ocenenia (počíta s historickými cenami, rozhodujúce sú tržné ceny).

$$ROE = EAT / VK$$

Rentabilita aktív – ROA

Porovnáva dosiahnutý zisk s celkovými zdrojmi podniku. „Je li do čitatele dosazen EBIT, potom ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv podniku před odpočtem daní a nákladových úroků. Je užitečný při porovnávání podniků s rozdílnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích.“⁹

$$ROA = EBIT / A$$

Rentabilita tržieb - ROS

Udáva koľko korún tržieb pripadá na korunu zisku. Vyjadruje tržné uznanie výsledkov práce podniku. V tomto prípade zohráva rolu aj image firmy, celkový postoj zákazníkov k produktom firmy, ale aj kvalita výrobkov a iné faktory.

$$ROS = EBIT / T \text{ (tržby)}$$

2.6.2 Ukazovatele aktivity

Kontrolujú množstvo aktív v podniku. Ak ich má podnik priveľa, zbytočne mu znižujú zisk, naopak ak ich má nedostatok prichádza o podnikateľské príležitosti. Rozdeľujeme ich na dve hlavné skupiny: obrat a doba obratu. Obrat udáva koľkokrát sa menovateľ (napr. aktíva) otočia v tržbách (čitateli). Doba obratu udáva koľko časových jednotiek (väčšinou dní) je potrebných k jednému obratu.

⁹ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 57

Obrat celkových aktív

Pomeriava tržby s celkovými aktívami, uvádza koľkokrát sa aktíva otočia v tržbách za dané obdobie. Pri nízkej hodnote ukazovateľa v porovnaní s odvetvím je potreba zvýšiť tržby resp. zbaviť sa časti aktív alebo skombinovať oba spôsoby.

$$OA = T / A$$

Obrat stálych aktív

Určuje počet otočení dlhodobých aktív v tržbách za rok. Nízke hodnoty svedčia o neefektívnosti využitia dlhodobých aktív, o nízkom využití výrobnnej kapacity. Obmedzenie ukazovateľa spočíva v oceňovaní majetku, aktíva odpísané z väčšej časti umelo dvíhajú hodnotu obratu. Lepšie je preto počítať s reprodukčnými cenami dlhodobého majetku.

$$\text{Obrat stálych aktív} = \text{tržby} / \text{stále aktíva}$$

Obrat zásob a doba obratu zásob

Obrat zásob pomeriava tržby so zásobami a rozhoduje koľkokrát sa za dané obdobie zásoby otočia. Čím vyššia hodnota, tým lepšie pre podnik (nedrží zbytočne zásoby na sklade) a je schopný dosiahnuť rovnaký zisk pri nižšom viazanom kapitále. Zásoby sa dajú rozdeliť na jednotlivé druhy a adekvátne je počítať ich nie v tržných ale nákladových cenách, preto jednotlivé ukazovatele obratu a doby obratu zásob obsahujú namiesto tržieb náklady na dané položky. Ich stavový charakter je vhodné odstrániť počítaním s priemernými hodnotami. Oba „vylepšenia“ sa nie vždy dajú aplikovať pre nedostatok informácií.

Doba obratu zásob udáva počet dní, za ktoré sa obrátia zásoby.

$$\text{Obrat zásob} = T / \text{zásoby}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = 360 * \text{zásoby} / T$$

Doba obratu pohľadávok

„Výsledkom je počet dní, během nichž je inkaso peněz za každodenní tržby zadrženo v pohledávkách. Po tuto průměrnou dobu musí podnik čekat na inkaso plateb za své již provedené tržby.“¹⁰

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = 360 * \text{pohľadávky z obchodného styku} / \text{tržby na faktúru}^{11}$$

Doba obratu krátkodobých závazkov

Zrkadlovo od doby obratu pohľadávok hodnotí platobnú morálku podniku. Určuje priemerný počet dní potrebných na zaplatenie krátkodobých závazkov.

$$\text{Doba obratu krátkodobých závazkov} = 360 * \text{záväzky z obchodného styku} / \text{tržby na faktúru}$$

¹⁰ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 63

¹¹ Pre nedostatok potrebných dát počítam doby obratu s celkovými tržbami.

Rozdielom doby obratu krátkodobých závazkov a doby obratu pohľadávok je obchodný deficit, teda počet dní počas ktorého podnik financuje iné podniky alebo naopak. Všeobecne platí, čím má podnik silnejšie postavenie na trhu a dodávatelia sú na ňom závislí (postavenie podniku sa blíži monopolu), tým lepšie obchodné podmienky si dokáže vydobyt'.

2.6.3 Ukazovatele likvidity

Likvidita je schopnosť premeniť majetok v krátkom čase a bez výraznejších strát na finančné prostriedky. Rozvaha ako účtovný výkaz je delený na položky aktív a pasív, delených podľa likvidity od najmenej likvidných (dlhodobý majetok, vlastný kapitál) po najlikvidnejšie (krátkodobý finančný majetok, krátkodobé záväzky). Práve položky rozvahy sú prameňom pomerových ukazovateľov likvidity. Základným tvarom je pomer likvidných častí aktív v čitateli a likvidných prvkov pasív v menovateli. Podľa stupňa likviditu delíme na: bežnú, pohotovú a okamžitú. Jednotlivé stupne sa líšia najmä v čitateli, zastupujúcim rôzne likvidné časti obežných aktív.

„Likvidita podniku je predpokladom jeho finanční rovnováhy. Je-li podnik trvale nelikvidní, hovoříme o platební neschopnosti (insolvenci). To je tedy stav, kdy podnik není schopen platit dluhy v termínech jejich splatnosti (někdy se uvádí 12 měsíců jako maximální doba pro prodej aktiv a vyrovnání dluhů). Jinými slovy insolvence znamená, že splatné dluhy jsou vyšší než realizovatelná hodnota aktiv.“¹² Preto je likvidita najsledovanejšou skupinou ukazovateľov sledovanou veriteľmi podniku. Čím je likvidita podniku väčšia, tým sú jeho veritelia „spokojnejší“. Na druhej strane je privysoká hodnota likvidity pre podnik nevýhodná, kvôli držaniu nadmerného množstva likvidných prostriedkov neprinášajúcich zisk (peniaze na účte prinášajú menší zisk ako peniaze investované do strojov a iných predmetov podnikateľskej činnosti). Likvidita má dosahovať optimálne hodnoty. Balansuje medzi rentabilitou a štruktúrou majetku poskytujúcou podniku dostatočnú likviditu, aby sa neocitol v insolvenčii.

Medzi obmedzenia modelov patrí: umelý nárast likvidity hromadením zásob v období krízy, abstrahovanie od štruktúry doby splatnosti záväzkov, neberie v úvahu čas potrebný na premenu obežného majetku na finančné prostriedky a rozdiel medzi fiktívnou a reálnou likviditou (fiktívna likvidita je likvidita vychádzajúca z využitých položiek rozvahy, reálna je fiktívna likvidita po odčítaní nelikvidných častí obežného majetku)

Bežná likvidita

Bežnej likvidite sa hovorí aj likvidita tretieho stupňa a je to „najhrubší“ z ukazovateľov likvidity. Pomeriava celkové obežné aktíva (s príjmami budúcich období¹³) ku krátkodobým záväzkom (s

¹² SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007, str. 49

¹³ Majú charakter krátkodobých pohľadávok.

výdajmi budúcich období¹⁴). Interní analytici môžu pre spresnenie ukazovateľa očistiť obežné aktíva od ich nelikvidných častí. Vysoká hodnota likvidity znižuje riziko insolventnosti zapríčinené tým, že podnik nepredá svoje výrobky (tzv. realizačné riziko), alebo že odberatelia neuhradia svoje záväzky voči podniku (tzv. riziko inkasa). Veľká likvidita je dobrá správa pre veriteľov, na druhej strane však značí, že podnik využíva neefektívne svoje zdroje.

Podľa hodnoty bežnej likvidity delíme podniky na:

konzervatívne	$BL > 2,5$
agresívne	$BL < 1,5$
neutrálne	$1,5 < BL < 2,5$

$BL = (\text{obežné aktíva} + \text{príjmy budúcich období}) / (\text{krátkodobé záväzky} + \text{výdaje budúcich období})$

Pohotovú likviditu

Pohotovú likviditu sa nazýva aj likvidita druhého stupňa a od bežnej sa líši tým, že od obežných aktív odpočíta ich najmenej likvidnú zložku, ktorou sú zásoby. Menšia likvidnosť zásob je spojená s väčšími finančnými stratami pri ich predaji. Pri odčítaní zásob od obežných aktív, získavame „pohotovejšiu“ likviditu. Ak sa pohotovú likvidita rovná 1, znamená to, že podnik je schopný zaplatiť všetky svoje krátkodobé záväzky bez toho, aby musel predávať zásoby.

Podľa hodnoty pohotovej likvidity delíme podniky na:

konzervatívne	$PL > 1,5$
agresívne	$PL < 1$
neutrálne	$1 < PL < 1,5$

$PL = (\text{obežné aktíva} - \text{zásoby} + \text{príjmy budúcich období}) / (\text{krátkodobé záväzky} + \text{výdaje budúcich období})$

Okamžitú likviditu

Likvidita prvého stupňa počíta v čitateli len s krátkodobým finančným majetkom. Označuje sa preto aj ako cash likvidita. Ideálna hodnota sa uvádza 0,2. Podnik by mal držať také množstvo hotovosti a obchodovateľných cenných papierov, aby nimi dokázal splatiť 1/5 svojich krátkodobých záväzkov. V dnešnom období možnosti čerpania do debetu stráca okamžitú likviditu na význame.

$OL = \text{krátkodobý finančný majetok} / \text{krátkodobé záväzky}$

2.6.4 Ukazovatele zadlženosti

Kapitálovou štruktúrou majetku sa rozumie zloženie zdrojov podniku, z ktorých je financovaný jeho majetok. Množstvo potrebného kapitálu v podniku závisí na veľkosti podniku, množstva využitej techniky, rýchlosti obratu kapitálu a organizácií odbytu. V prípade, že má podnik viac kapitálu ako potrebuje, hovoríme o prekapitalizovaní podniku. Následkom je nižšia rentabilita, zapríčinená neschopnosťou podniku vytvoriť rovnaký pomer množstva kapitálu a vytvoreného zisku ako pri

¹⁴ Majú charakter krátkodobých záväzkov.

optimálnom objeme kapitálu v podniku. Opačný prípad je podkapitalizovanie, teda nedostatok vlastných zdrojov financovania, ktorý môže viesť k platobnej neschopnosti a následnom zániku podniku. Zdroje financovania sa delia na vlastné a cudzie. Potreba cudzích zdrojov je daná nedostatkom vlastných zdrojov a časovým nesúlodom. Výhodou využitia cudzieho kapitálu je fakt, že cudzí kapitál je lacnejší ako vlastný.¹⁵ Negatívami sú zníženie finančnej stability podniku, rast úrokovej miery a väčšie požiadavky na dividendy pri zvyšujúcej sa zadlženosti a obmedzenie jednania managementu firmy.

Z uvedených faktov vyplýva, že zadlženosť treba optimalizovať. Pri hľadaní optimálnej zadlženosti platí: „Dluh je účelné zvýšiť, keď vyšší zadlženosť zvyšuje majetok akcionárov.“¹⁶ Pomerové ukazovatele zadlženosti určujú pomer využitia vlastných a cudzích zdrojov podniku.

Finančná páka

Pomer celkového kapitálu k vlastnému kapitálu je nazývaný aj finančná páka. Názov páka dostala pre možnosť zvýšenia ROE prostredníctvom „pákového“ efektu. Účinok finančnej páky môže nastať pozitívny alebo negatívny. Výsledok závisí na súčine $(EBT/EBIT) * A/VK$. So zvyšujúcimi sa cudzími zdrojmi rastie pákový ukazovateľ A/VK , ale rastie aj úroková miera premietnutá do klesajúceho ukazovateľa $EBT/EBIT$. Ak je súčin väčší ako 1, jedná sa o pozitívny efekt finančnej páky. V opačnom prípade pôsobí páka negatívne.

Celková zadlženosť

Celkový dlh sa počíta ako pomer cudzieho kapitálu a celkových aktív. Patrí medzi rozvahové spôsoby zistenia zadlženosti podniku. Za príliš zadlžený podnik sa považuje ak je tento pomer väčší ako 1. Názor stakeholderov podniku sa pri zadlžení delí na veriteľov preferujúcich nízke hodnoty a vlastníkov, ktorí chcú využiť pozitívny účinok finančnej páky.

Celková zadlženosť = cudzí kapitál / aktíva

Kvóta vlastného kapitálu

Súčet celkovej zadlženosti a kvóty vlastného kapitálu sa rovná 1. Je doplnkom k celkovej zadlženosti a určuje pomer vlastného kapitálu k celkovým aktívam.

Kvóta vlastného kapitálu = vlastný kapitál / aktíva

Úrokové krytie

Ukazovateľ založený na údajoch z výsledovky. Udáva koľkokrát je zisk vyšší ako splácané úroky. Zdravý podnik by mal mať tento ukazovateľ vyšší ako 1. Cieľom podniku nie je vytváranie výšky zisku, ktorá by pokrývala len platené úroky, ale aj dividendy akcionárom a prídely do rezervných

¹⁵ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007, str. 54

¹⁶ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007, str. 58

fondov. Ak je ukazovateľ menší ako 1, je to dôležité upozornenie predpovedajúce finančné ťažkosti podniku.

$$\text{Úrokové krytie} = \text{EBIT} / \text{úroky}$$

Doba splácania cudzích zdrojov

Pomer založený na peňažnom toku podniku majúci niekedy dôležitejšiu vypovedaciu hodnotu ako ukazovatele založené na zisku (zisk je ľahko účtovne manipulovateľná položka).

$$\text{Doba splácania cudzích zdrojov} = \text{cudzie zdroje} / \text{cash flow}$$

2.7 Sústavy pomerových ukazovateľov – Bonitné modely

„Bonitní modely, se snaží pomocí jednoho syntetického ukazatele, který nahrazuje jednotlivé analytické ukazatele různých vypovídacích schopností, vyjádřit finanční situaci podniku.“¹⁷ Ich prvoradou úlohou je zistiť finančné zdravie podniku, a tým stanoviť, či sa jedná o firmu bonitnú alebo finančne slabú. Aby sa to dalo určiť, musí nastať porovnanie s ostatnými firmami v odvetví. Priame porovnanie nie je vďaka odporúčaným hodnotám v každom z modelov nevyhnutné.

2.7.1 Kralickov rýchly test

Kralickov rýchly test je zložený zo 4 pomerových ukazovateľov, analyzujúcich finančnú stabilitu a ziskovosť. Vypočítané hodnoty daných pomerov sú zaraďované do príslušných intervalov (5 intervalov pre 5 rôznych hodnotení bonity podniku), ktorým sú priradené stanovené známky. Výsledná bonita je určená aritmetickým priemerom známok priradených k jednotlivým ukazovateľom. Pričom model umožňuje pohľad na stabilitu a výnosnosť ako celok alebo zvlášť. V takom prípade sú počítané aritmetické priemery jednotlivých skupín oddelene. Klasifikačná stupnica je 5-stupňová. Platí: čím nižší priemer podnik dosiahne, tým je jeho bonita väčšia.

Tabuľka 2 Hodnotenie Kralickovho Quicktestu

ukazovateľ		výborný	veľmi dobrý	dobrý	zlý	ohrozený insolventnosťou
		1	2	3	4	5
finančná stabilita	kvóta vlastného kapitálu	> 30%	> 20%	> 10%	> 0%	negatívny
	doba splácania dlhu	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
výnosová situácia	CF v % tržieb	> 10%	> 8%	> 5%	> 0%	negatívny
	ROA	> 15%	> 12%	> 8%	> 0%	negatívny

¹⁷ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 81

Ukazovatele finančnej stability:

$R1 = \text{vlastný kapitál} / \text{aktíva}$

$R2 = (\text{cudzie zdroje} - \text{kr. finančný majetok}) / (\text{EAT} - \text{daň z príjmu} + \text{odpisy})$

Ukazovatele výnosovej situácie:

$R3 = \text{cash flow} / \text{tržby}$

$R4 = \text{EBIT} / \text{aktíva}$

2.7.2 Index bonity

„Je založen na multivariančnej diskriminačnej analýze podľa zjednodušenej metódy. Používa sa hlavne v nemecky mluvících zemích.“¹⁸ Pozostáva zo 6 ukazovateľov, ktorým sú vo vzorci priradené váhy. Najväčší dôraz je kladený na zisk pred zdanením, ktorý je nie len obsiahnutý vo dvoch pomeroch, ale sú mu pripísané aj najväčšie váhy. Skúmaním ziskovosti, zadlženosti a obratu patrí medzi komplexné modely skúmania bonity podniku.

$$B_i = 1,5 X_1 + 0,08 X_2 + 10 X_3 + 5 X_4 + 0,3 X_5 + 0,1 X_6$$

$X_1 = \text{cash flow} / \text{cudzie zdroje}$

$X_2 = \text{aktíva} / \text{cudzie zdroje}$

$X_3 = \text{EBT} / \text{aktíva}$

$X_4 = \text{EBT} / \text{celkové výkony}$

$X_5 = \text{zásoby} / \text{celkové výkony}$

$X_6 = \text{celkové výkony} / \text{aktíva}$

Finančná situácia	index bonity
extrémne dobrá	$IB \geq 3$
veľmi dobrá	$2 \leq IB < 3$
dobrá	$1 \leq IB < 2$
určité problémy	$0 \leq IB < 1$
zlá	$-1 \leq IB < 0$
veľmi zlá	$-2 \leq IB < -1$
extrémne zlá	$IB < -2$

Tabuľka 3 Hodnotenie Indexu bonity

2.7.3 Grünwaldow index bonity

Pozostáva z troch párov ukazovateľov rentability, likvidity a finančnej stability, ktorým sú prisúdené rovnaké váhy. Vypočítané hodnoty sú potom obodované a z bodov je zostavený aritmetický priemer. Body sú vypočítané ako pomer skutočnej vypočítanej hodnoty ukazovateľa a jeho prijateľnej hodnoty. Maximálny počet bodov sú 3, pri zápornom ukazovateli je uvedená 0. Ak je výsledný ukazovateľ väčší ako 1, dá sa hovoriť o uspokojivom finančnom zdraví podniku.

1. rentabilita

- $ROE = \text{EAT} / \text{VK}$

prijateľná hodnota = priemerná zdanená úroková miera z prijatých úverov

- $ROA = \text{EBIT} / A$

prijateľná hodnota = priemerná úroková miera z prijatých úverov

¹⁸ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 109

2. likvidita¹⁹

- $PL = (OA - \text{zásoby} + \text{príjmy budúcich období}) / (\text{krátkodobé záväzky} + \text{výdaje budúcich období})$

prijateľná hodnota = mala by byť väčšia ako 1, konkrétnu hodnotu volí analytik, ja som zvolil 1,2

- $\text{Krytie zásob pomocou NWC} = NWC / \text{zásoby}$

prijateľná hodnota = mala by byť menšia ako 1, konkrétnu hodnotu volí analytik, ja som zvolil 0,7

3. finančná stabilita

- $\text{doba splácania dlhu} = \text{cudzí kapitál} / (EAT + \text{odpisy})$

prijateľná hodnota = mala by byť dlhšia ako 1 rok, konkrétnu hodnotu volí analytik, ja som zvolil 3,5

- $\text{úrokové krytie} = EBIT / \text{úroky}$

prijateľná hodnota = mala by byť väčšia ako 2,5, konkrétnu hodnotu volí analytik

Body sú pridelené podľa rovnice:

$$GIB = 1/6 * [ROE / \acute{u} (1 - d) + ROA / \acute{u} + PPL / l + KZPK / z + DSD / s + \acute{U}K / k]$$

Tabuľka 4 Hodnotenie Grünwaldowho indexu bonity

Hodnoty GIB	finančná situácia
Ak $GIB \geq 2$ a všetky pomerové ukazovatele ≥ 1 bod	pevné zdravie
$1 \leq GIB \leq 1,9$ a ukazovateľ PL a $\acute{U}K$ dosahujú hodnoty ≥ 1 bod	dobré zdravie
$0,5 \leq GIB \leq 0,9$ a ukazovateľ PL dosahuje hodnoty ≥ 1 bod	slabšie zdravie
$GIB < 0,5$	živorenie

Hodnotiaca tabuľka je v porovnaní s ostatnými podnikmi zložitejšia. Okrem celkovej hodnoty GIB berie zvlášť v úvahu hodnoty pohotovej likvidity a úrokového krytia. Najmä nedostatočne vysoké hodnoty pohotovej likvidity môžu podnik posunúť až od dve kategórie nižšie.

2.7.4 Sústava bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy

Rudolf Doucha vytvoril systém analýz skladajúcich sa z vybraných pomerových ukazovateľov, ktorého najväčšou devízou je možnosť selekcie z troch bilančných rozborov podľa náročnosti a sile výpovednej hodnoty. Všeobecne platí, čím rýchlejší a nenáročnejší výpočet z menšieho množstva

¹⁹ Menej prísne odporúčané hodnoty likvidity som stanovil na základe celkovej likvidity odvetvia.

podkladových materiálov tým slabšia a menej komplexná vypovedacia hodnota. Prvé dve analýzy využívajú len rozvahu a výkaz ziskov a strát, tretia používa aj výkaz cash flow. Výhodou aplikácie týchto modelov na mnou skúmaný podnik je ich primárny vznik v Českej republike, čo umožňuje zachytiť zdravie podniku bez skreslenia faktormi pôsobiacimi v krajinách s inými ekonomickými zvláštnosťami.

Bilančná analýza I.- je prvou a najjednoduchšou z troch bilančných analýz. Skladá sa zo 4 pomerových ukazovateľov stability(zadlženosti), likvidity, aktivity, rentability a celkového ukazovateľa. Vzhľadom k malému množstvu využitých pomerových ukazovateľov je táto analýza vhodná len pre nevýznamné rozhodnutia, má skôr ilustratívnu funkciu podať stručný pohľad na situáciu podniku.

Bilančná analýza I. využíva tieto ukazovatele²⁰:

Ukazovateľ stability $S = \text{vlastný kapitál} / \text{stále aktíva}$

Ukazovateľ likvidity $L = (\text{finančný majetok} + \text{požiadavky}) / 2,17 * \text{krátkodobé dlhy}$

Ukazovateľ aktivity $A = \text{výkony} / 2 * \text{pasíva celkom}$

Ukazovateľ rentability $R = 8 * \text{EAT} / \text{vlastný kapitál}$

Celkový ukazovateľ $C = (2*S + 4*L + 1*A + 5*R) / 12$

Celkový ukazovateľ je váženým priemerom jednotlivých pomerových ukazovateľov, ktorým boli priradené príslušné váhy. Výsledok celkového ukazovateľa je kategorizovaný do troch intervalov.

Tabuľka 5 Hodnotenie Bilančných analýz R.D.

celkový ukazovateľ	zdravie podniku
$C > 1$	dobré zdravie podniku
$1 > C > 0,5$	únosné hodnoty zdravia podniku
$0,5 > C$	zlé zdravie podniku

Bilančná analýza II.- sa skladá z celkovo 17 ukazovateľov tvoriacich rovnaké 4 skupiny ako v Bilančnej analýze I. Rozdielom je počet ukazovateľov v každej skupine (3-5 ukazovateľov na skupinu) a trojvrstvový systém umožňujúci pohľad na každý pomerový ukazovateľ zvlášť, na skupinu ako celok a celkový súhrnný ukazovateľ pre vyjadrenie finančnej situácie podniku. Za vychádzajúcu hodnotu sa rovnako ako v prvom modeli považuje hodnota 1, čo je dosiahnuté použitím prepočtových násobiteľov. Koeficienty S, L, A a R sú celkové súčinitele pre svoje skupiny ukazovateľov, počítajú sa ako vážený aritmetický priemer jednotlivých ukazovateľov.

²⁰ RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza metody, ukazatele, využití v praxi. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2007. str. 76

Bilančná analýza II. využíva tieto skupiny ukazovateľov²¹:

Ukazovatele stability:

$$\begin{aligned} S1 &= \text{vlastný kapitál} / \text{stále aktíva} \\ S2 &= \text{vlastný kapitál} * 2 / \text{stále aktíva} \\ S3 &= \text{vlastný kapitál} / \text{cudzie zdroje} \\ S4 &= \text{celkové aktíva} / \text{krátkodobé dlhy} * 5 \\ S5 &= \text{celkové aktíva} / \text{zásoby} * 15 \\ S &= (2*S1 + S2 + S3 + 2*S5) / 7 \end{aligned}$$

Ukazovatele aktivity:

$$\begin{aligned} A1 &= \text{tržby celkom} / \text{pasíva celkom} * 2 \\ A2 &= \text{tržby celkom} / \text{vlastný kapitál} * 4 \\ A3 &= \text{pridaná hodnota} * 4 / \text{tržby celkom} \\ A &= (A1 + A2 + A3) / 3 \end{aligned}$$

Ukazovatele likvidity:

$$\begin{aligned} L1 &= 2 * \text{finančný majetok} / \text{krátkodobé dlhy} \\ L2 &= (\text{finančný majetok} + \text{požiadavky}) / \text{krátkodobé dlhy} \\ L3 &= \text{obežné aktíva} / \text{krátkodobé dlhy} \\ L4 &= \text{pracovný kapitál} * 3,33 / \text{pasíva celkom} \\ L &= (5*L1 + 8*L2 + 2*L3 + L4) / 16 \end{aligned}$$

Ukazovatele rentability:

$$\begin{aligned} R1 &= \text{EAT} * 10 / \text{pridaná hodnota} \\ R2 &= \text{EAT} * 8 / \text{vlastný kapitál} \\ R3 &= \text{EAT} * 20 / \text{pasíva celkom} \\ R4 &= \text{EAT} * 40 / (\text{tržby} + \text{výkony}) \\ R5 &= \text{prevádzkový VH} * 1,33 / (\text{prevádzkový VH} \\ &\quad + \text{finančný VH} + \text{mimoriadny VH}) \\ R &= (3*R1 + 7*R2 + 4*R3 + 2*R4 + R5) / 17 \end{aligned}$$

Všetky vyššie uvedené ukazovatele sú zhotovené formou čím vyššie tým lepšie. Hodnotenie celkového ukazovateľa C je rovnaké ako v prvom modeli. Hodnoty väčšie ako 1 sú znakom dobrého finančného zdravia podniku, menšie ako 0,5 značia problémy vo finančnej situácii podniku a pásmo medzi 0,5 a 1 je šedou zónou nevyhraných výsledkov. Najhoršia finančná situácia firmy je pri záporných výsledkoch ukazovateľov.

„Bilančná analýza III.²² - soustava tvořící nadstavbu bilanční analýzy II. Vzhledem k tomu, že obsahuje větší množství ukazatelů je podrobnější, přesnější a měla by poskytovat objektivnější výsledky nahlížení na finanční zdraví firmy. Oproti Bilanční analýze II. dochází k úpravě některých ukazatelů na základě předem stanovených parametrů a navíc Bilančná analýza III. v sobě zahrnuje výkaz cash flow, takže částečně umožňuje sledovat pohyb finančních prostředků.“²³

²¹ RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza metody, ukazatele, využití v praxi. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. str. 77

²² Posledný z modelov sústavy bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy uvádzam len pre ilustráciu, bez využitia v praktickej časti.

²³ RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza metody, ukazatele, využití v praxi. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. str. 79

2.8 Sústavy pomerových ukazovateľov – Bankrotné modely

„Bankrotní modely, které představují jakési systémy včasného varování, neboť podle chování vybraných ukazatelů indikují případné ohrožení finančního zdraví podniku.“²⁴ Od bonitných modelov ich nedelí žiadna striktná hranica, obe skupiny modelov boli vytvorené za účelom posúdenia finančného zdravia podniku. Bankrotné modely majú na rozdiel od bonitných vyjadrovať výšku ohrozenia podniku bankrotom. Snažia sa predpovedať budúcnosť, zatiaľ čo bonitné modely konštatujú minulosť a súčasnosť. Vychádzajú z rôznych pomerových ukazovateľov, ktorých nepriaznivé hodnoty sú indikátormi charakteristickými pre bankrot.

2.8.1 Altmanova formulácia bankrotu

„Altmanova formule bankrotu vychází z diskriminační analýzy uskutečněné koncem 60. a v 80. letech u několika desítek zbankrotovaných a nezbankrotovaných firem. Profesor Altman stanovil diskriminační funkci vedoucí k výpočtu Z-skóre diferencovaně pro firmy s akciemi veřejně obchodovatelnými na burze a zvlášť pro předvídaní finančního vývoje ostatních firem. Různě stanovil i hranice pásem pro predikci finančního vývoje firmy.“²⁵ V praktickej časti uvádzam výpočet Altmanovho Z-skóre s pôvodnými kvantifikátormi z roku 1983 a s upravenými kvantifikátormi z roku 1995.

Z-skóre pre firmy s verejne obchodovanými akciami:

$$Z = 1,2 * A + 1,4 * B + 3,3 * C + 0,6 * D + 1,0 * E$$

Upravené Z-skóre pre ostatné podniky z roku 1983:

$$Z = 0,717 * A + 0,847 * B + 3,107 * C + 0,420 * D + 0,998 * E$$

Upravené Z-skóre pre ostatné podniky z roku 1995:

$$Z = 6,56 * A + 3,26 * B + 6,72 * C + 1,05 * D$$

Ukazovatele pre české podniky:

A = NWC / aktíva

B = (EAT + výsledok hospodárenia minulých rokov + fondy zo zisku) / aktíva

C = EBIT / aktíva

D = účtovná hodnota základného kapitálu / celkové cudzie zdroje

E = celkové tržby / aktíva

²⁴ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 81

²⁵ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 110

Tabuľka 6 Hodnotenie Altmanovho Z-skóre

hodnota Z-skóre r. 1995	hodnota Z-skóre r. 1984	finančná situácia podniku
ak $Z > 2,9$	ak $Z > 2,6$	môžeme predpovedať uspokojivú finančnú situáciu
$1,2 < Z \leq 2,9$	$1,1 < Z \leq 2,6$	"šedá zóna" nevyhranených výsledkov
$Z \leq 1,2$	$Z \leq 1,1$	firma je ohrozená vážnymi finančnými problémami

2.8.2 Beermanova diskriminačná funkcia

Beerman využil pre svoj model taktiež diskriminačnú analýzu. Na hodnotenie finančnej situácie podniku využíva 10 pomerových ukazovateľov:

X_1 = odpisy DHM / (počiatočný stav DHM + prírastok)

X_2 = prírastok DHM / odpisy DHM

X_3 = EBT / tržby

X_4 = záväzky voči bankám / dlhy celkom

X_5 = zásoby / tržby

X_6 = cash flow / dlhy celkom

X_7 = dlhy celkom / aktíva

X_8 = EBT / aktíva

X_9 = tržby / aktíva

X_{10} = EBT / celkové dlhy,

Beermanova diskriminačná funkcia:

$$\text{BDF} = 0,217 * X_1 + (-0,063) * X_2 + 0,012 * X_3 + 0,077 * X_4 + (-0,105) * X_5 + (-0,813) * X_6 + 0,165 * X_7 + 0,161 * X_8 + 0,268 * X_9 + 0,124 * X_{10}$$

Tabuľka 7 Hodnotenie Beermanovho indexu bonity

Finančná situácia	index bonity
veľmi dobrá	$\text{BDF} < 0,2$
dobrá	$0,2 \leq \text{BDF} < 0,25$
priemerná	$0,25 \leq \text{BDF} < 0,35$
zlá	$\text{BDF} \geq 0,35$

2.8.3 Tafflerov bankrotný model

Tafflerov model vznikol v roku 1977 ako ďalší z indikátorov predpovede bankrotu. Je postavený na diskriminačnej funkcii, využívajúcej 4 pomerové ukazovatele, ktorá má tvar:

$$T = 0,53 * R_1 + 0,13 * R_2 + 0,18 * R_3 + 0,16 * R_4$$

$R_1 = \text{EBT} / (\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankové úvery} + \text{krátkodobé finančné výpomoci} + \text{výdaje budúcich období})$

$R_2 = \text{obežné aktíva} / \text{cudzie zdroje}$

$R_3 = \text{krátkodobé dlhy} / \text{aktíva}$

$R_4 = \text{tržby} / \text{aktíva}$

Ak je hodnota $T > 0,3$ firma má malú šancu bankrotu. Ak je $T < 0,2$ možnosť bankrotu sa zvyšuje.

2.8.4 Index IN05

Index IN05 je jeden zo 4 indexov vytvorených Inkou a Ivanom Neumaierovými, ktoré posudzujú finančnú výkonnosť a dôveryhodnosť českých podnikov.

V roku 2002 vytvorili index IN01 ktorý je spojením bonitného indexu IN99 a bankrotného indexu IN95. Index IN05 je jeho aktualizáciou, vzniknutou na testoch dát priemyslových podnikov z roku 2004.

$$\text{IN05} = 0,13 \cdot A + 0,04 \cdot B + 3,97 \cdot C + 0,21 \cdot D + 0,09 \cdot E$$

A – aktíva / cudzí kapitál

B – EBIT / nákladové úroky

C – EBIT / aktíva

D – celkové výnosy / aktíva

E – obežné aktíva / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankové úvery + krátkodobé finančné výpomoci + výdaje budúcich období)

Tabuľka 8 Hodnotenie Indexu IN05

Hodnoty IN05	finančná situácia
Ak $\text{IN05} > 1,6$	uspokojivá
$0,9 < \text{IN05} \leq 1,6$	"šedá zóna" nevyhraných výsledkov
$\text{IN05} < 0,5$	firma je ohrozená vážnymi finančnými problémami

2.8.5 Profilová analýza podľa W.H. Beavera

Beaverov bankrotný model patrí medzi jednorozmerné diskriminačné analýzy. Vznikol rozdelením 158 firiem na dve polovice. Prvá časť bola tvorená podnikmi prosperujúcimi, druhá podnikmi, ktoré zanikli. Každému prosperujúcemu podniku bol priradený jeden "problémový"²⁶ tak, aby boli veľkosťou a predmetom čo najhomogénnejšie. Beaver si určil 30 pomerových ukazovateľov, ktoré

²⁶ Problémovým podnikom sa myslí podnik, ktorý ohlásil úpadok, nevypláca svojim akcionárom dividendu atď.

uplatnil na každý podnik a vypočítal z nich aritmetický priemer.²⁷ Základom Beaverovho výskumu bola profilová analýza, ktorej cieľom bolo zistiť, či sa vypočítané priemerné hodnoty prosperujúcich a “problémových” podnikov štatisticky líšia, alebo či sú rozdiely nevýznamné. Najvýznamnejšie rozdiely ukázala profilová analýza v týchto 6 ukazovateľoch²⁸:

Cash flow/ Cudzie zdroje, (vyššia hodnota – väčšia prosperita)

Čistý zisk/ Pasíva celkom, (vyššia hodnota – väčšia prosperita)

Cudzie zdroje / Pasíva celkom, (nižšia hodnota – väčšia prosperita)

Pracovný kapitál²⁹/ Pasíva celkom, (vyššia hodnota – väčšia prosperita)

Bežná likvidita, (vyššia hodnota – väčšia prosperita)

Finančný majetok – Krátkodobé cudzie zdroje, (vyššia hodnota – väčšia prosperita)

Na základe výsledkov boli stanovené tzv. rozlišovacie hodnoty. Tvoria pomyslenú hranicu medzi dvoma skúmanými súbormi podnikov a sú zvolené tak, aby bolo čo najviac firiem zaradených správne. V praxi totiž hodnoty jednotlivých ukazovateľov podnikov oscilujú okolo rozlišovacích hodnôt. Štatisticky bolo najmenej zle zaradených podnikov pri ukazovateľoch cash flow/ cudzie zdroje a čistý zisk/ aktíva celkom.

2.8.6 Zmijewského model

Zmijewski použil na tvorbu svojho modelu finančné ukazovatele merajúce rentabilitu, likviditu a zadlženosť. Model je založený na probit analýze, ktorá vyžaduje dva kroky viac ako modely založené na diskriminačnej analýze. Koeficient každého parametru modelu musí byť najprv vynásobený konštantou 1,8138 a následne násobený pomerovým ukazovateľom. Takto prenasobené ukazovatele sú sčítané a z výslednej sumy sa pomocou vzorca $P = 1/(1+EXP(-\sum \text{prepočítaného skóre}))$ počíta pravdepodobnosť bankrotu. Ak je pravdepodobnosť väčšia ako 50 %, podniku hrozí bankrot. Zmijewski vytvoril viacero modelov použitím 40 zbankrotovaných a od 40 do 800 nebankrotovaných podnikov. Pôvodný je model s pomerom 40:800 zbankrotovaných ku nebankrotovaným podnikom.

Rovnica Zmijewského modelu: $X = - 4,336 - 4,513 X_1 + 5,679 X_2 + 0.004 X_3$

Použité indexy:

$X_1 = \text{EAT} / A$

$X_2 = \text{Cudzie zdroje} / A$

$X_3 = \text{Obežné aktíva} / \text{krátkodobé záväzky}$

²⁷ U upadajúcich podnikov počítal s výkazmi v období 5 rokov pred ich úpadkom.

²⁸ MARINIČ, Pavel: Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2008. str. 110

²⁹ Pracovným kapitálom sa tu rozumie vyšší spomenutý čistý pracovný kapitál.

Vypovedacia hodnota výsledkov je pravdepodobnosť ležiaca medzi 0 a 1. Model vychádza z logickej úvahy, ak je šanca bankrotu väčšia ako 50%, spadá podnik do kategórie podnikov s väčšou pravdepodobnosťou bankrotu, ktorá so zvyšujúcimi percentami rastie. Naopak, čím je percento menšie, tým je nižšia aj pravdepodobnosť bankrotu.

2.9 Medzipodnikové porovnanie

Predpovedať budúce finančné problémy podniku je možné aj metódami medzipodnikového porovnania. Objektom porovnania je väčšinou celé odvetvie, v ktorom skúmaný podnik pôsobí, alebo konkurenčné domáce či zahraničné podniky účinkujúce v rovnakej priemyselnej sfére, vyrábajúce rovnaké výrobky, poskytujúce rovnaké služby atď. Spojitosť rozboru finančnej tiesne a porovnania s konkurenciou je jednoduchá. Ak podnik zaostáva za odvetvím v kľúčových činnostiach dlhšie časové obdobie, stráca svoj podiel na trhu a pravdepodobnosť finančnej tiesne v budúcnosti sa zvyšuje. Spôsoby medzipodnikového porovnania sa rozšírili o rôznorodé moderné prístupy ako napr. SWOT analýza, benchmarking, sektorová analýza. Vo svojej bakalárskej práci uvádzam spider analýzu, grafickú metódu medzipodnikového porovnania.

2.9.1 Spider analýza

Jednou z množstva metód finančnej analýzy je spider analýza. Základom spider analýzy je rozbor 4 skupín pomerových ukazovateľov a ich zrovnanie s porovnávaným objektom. Tým môže byť celé odvetvie, súbor vybraných podnikov, či jeden konkrétny konkurenčný podnik. Spider analýza sa radí medzi grafické spôsoby finančnej analýzy. Špecifikom je zriedkavý lúčový tzv. pavúči graf, ktorého najväčšou devízou je schopnosť veľmi prehľadne a jednoducho zobrazit' rozdiely medzi jednotlivými hodnotami vybraných porovnávaných ukazovateľov. Základný spider graf pozostáva zo 4 kvadrantov. Každý kvadrant obsahuje po 4 pomerové ukazovatele rentability, likvidity, aktivity a zadlženosti. Štruktúra kvadrantov a využitých ukazovateľov však nie je záväzná a užívateľ si môže sám určiť vlastné ukazovatele a ich počet, ktorých vypovedacia schopnosť je pre danú prácu najvhodnejšia.

Základných 16 pomerových ukazovateľov spider analýzy:

Rentability:

- A1 – rentabilita vlastného kapitálu ROE
- A2 – rentabilita tržieb ROS
- A3 – rentabilita provoznej činnosti
- A4 – rentabilita celkových aktív

Zadlženosti:

- C1 – cudzie zdroje / vlastný kapitál
- C2 – vlastný kapitál / stále aktíva

Likvidity:

- B1 – cash flow / cudzie zdroje
- B2 – cash likvidita
- B3 – rýchla likvidita
- B4 – bežná likvidita

Aktivita:

- D1 – stále aktíva / vlastný kapitál
- D2 – obrat aktív

C3 – doba obratu záväzkov

D3 – doba obratu pohľadávok

C4 – vlastný kapitál / aktíva

D4 – doba obratu zásob

Konštrukcií grafu predchádza vytvorenie dátovej tabuľky s hodnotami skúmaného podniku a porovnávaného odvetvia. Vypočítané hodnoty odvetvia sú nastavené na 100%, ku ktorým sa percentuálne vyjadrujú hodnoty analyzovaného podniku. V tomto bode sa použité ukazovatele delia do 3 skupín. Skupinu s prvkami, ktoré sa podniky snažia maximalizovať napr. rentabilita, skupinu s prvkami, ktoré sa snažia minimalizovať napr. doba obratu zásob a skupinu, ktorej ukazovatele majú dosahovať optimálne (nie príliš vysoké ani nízke) hodnoty.

Samotný graf má tvar pavučiny, teda sústavy sústredných kružníc rozdelených úsečkami na toľko sektorov, koľko bolo využitých porovnávajúcich ukazovateľov. Jedna z kružníc určuje hranicu odvetvia 100%. Ak je táto hranica skúmaným podnikom prerušená, značí to nadpriemer odvetvia. Naopak, ak je skúmaný podnik pod hranicou je v danom segmente odvetvový podpriemer. Práve táto konštelácia grafu robí spider analýzu výnimočnou.

Medzi obmedzenia modelu patria ťažko dostupné dáta zrovnávaného odvetvia, absencia konkrétnych hodnôt pomerových ukazovateľov a medziročného porovnania v jednom spider grafe.

3 Praktická část

3.1 Základné údaje o spoločnosti Olšanské papírny a.s.

<u>Názov spoločnosti:</u>	Olšanské papírny a.s.
<u>Sídlo:</u>	Lukavice č.p. 21, PSČ 789 01
<u>Identifikačné číslo:</u>	00012351
<u>Dátum vzniku:</u>	29. novembra 1990
<u>Číslo zápisu:</u>	oddiel B, vložka 87
<u>Právna forma účtovnej jednotky:</u>	akciová spoločnosť
<u>Základný kapitál:</u>	157 321 560,- Kč
<u>Registračný súd:</u>	Krajský súd v Ostrave
<u>Hospodársky rok:</u>	1. január až 31. december
<u>Rozhodujúci predmet podnikania:</u>	výroba grafických papierov, kopírovacie a kancelárske biele a farebné papiere A3, A4, recyklované papiere, baliace papiere a sáčky, potlačené papiere.

Vlastnícka štruktúra

Firma Olšanské papírny a.s. je akciová spoločnosť, podrobnosti o akciách sú tu:

<u>Počet akcií:</u>	1 311 013 ks
<u>Menovitá hodnota:</u>	120,- Kč
<u>Celková hodnota emisie:</u>	157 321 560,- Kč
Jediným vlastníkom je BRUGG a.s. (100% akcií)	

Profil spoločnosti

„Akciová spoločnosť Olšanské papírny se sídlom v závodě Lukavice u Zábřehu na Moravě patří dlouhodobě mezi významné papírenské firmy působící na trhu v České republice. Společnost prošla dlouhým vývoje, s mnoha strukturálními a vlastnickými změnami spojenými také s rozšiřováním výroby a řadou investičních akcí jak oblastivýroby, tak i na úseku ekologických modernizací technologických procesů.

Od roku 2000 Olšanské papírny dokazují svou silnou pozici na trhu pravidelným nárůstem objemu výroby papíru. V současné době vyrábí Olšanské papírny ve 3 závodech na 6 papírenských strojích cca 75 000 tun grafických, kancelářských a balících papírů ročně. V oblasti průmyslového balení zejména potravin jsou Olšanské papírny výrobcem nejširšího sortimentu papírových sáčků /17 typových druhů sáčků a více než 900 modifikací/ ve střední Evropě.

Výrobky Olšanských papíren nacházejí uplatnění v celé řadě odvětví a činností. Z těch nejdůležitějších lze jmenovat oblast polygrafického průmyslu, průmyslového zušlechťování papíru, státní správu, obchodní řetězce, zdravotnictví, mlýny, pekárny, kanceláře, školy a další. Větší část výrobků cca 70% je vyvážena do řady evropských i zámořských zemí.³⁰

3.2 Stručná charakteristika podniku Tešínske papírny s.r.o.

Podnik slouží jako porovnávací podnik v Beaverovej profilovej analýze. Jeho úlohou je ilustrovat krivku zdravého podniku. Vybraný bol pre jeho rovnaký predmet podnikania a uspokojivé finančné výsledky. V najbližších riadkoch uvádzam jeho stručnú charakteristiku.

<u>Názov spoločnosti:</u>	Tešínske papírny s.r.o.
<u>Dátum vzniku:</u>	1994
<u>Právna forma účtovnej jednotky:</u>	spoločnosť s ručením obmedzeným
<u>Základný kapitál:</u>	164 000,- Kč
<u>Rozhodujúci predmet podnikania:</u>	polygrafická výroba, výroba vlákničky, papiera a lepenky a tovaru z týchto materiálov

Profil spoločnosti³¹

Spoločnosť bola založená v roku 1994, patrí medzi papierenské výrobné podniky s uzatvoreným výrobným cyklom, ktoré investujú do svojho rozvoja získaním nových výrobných zariadení a nehnuteľností. V posledných rokoch si podnik vytvoril bohatú obchodnú sieť s pravidelnými veľkoodberateľmi na domácom ako aj zahraničnom trhu. Zisky spoločnosti pokrývajú jej záväzky voči všetkým partnerom a štátu v plnej výške.

3.3 Analýza absolútnych ukazovateľov

V rozbere absolútnych ukazovateľov sa zaoberám horizontálnou a vertikálnou analýzou. V trendovej analýze som sa zamerail na vývoj najdôležitejších položiek rozvahy a výsledovky v čase a ich medziročný zrovnávanie. V percentuálnom rozbere výsledovky som sa sústredil na štruktúru hlavných zložiek rozvahy a výsledovky.

³⁰ Olšanské papírny: Výročná správa 2007. str. 3

³¹ Tešínske papírny: Výročná správa 2007. str. 4

3.3.1 Trendová analýza aktív

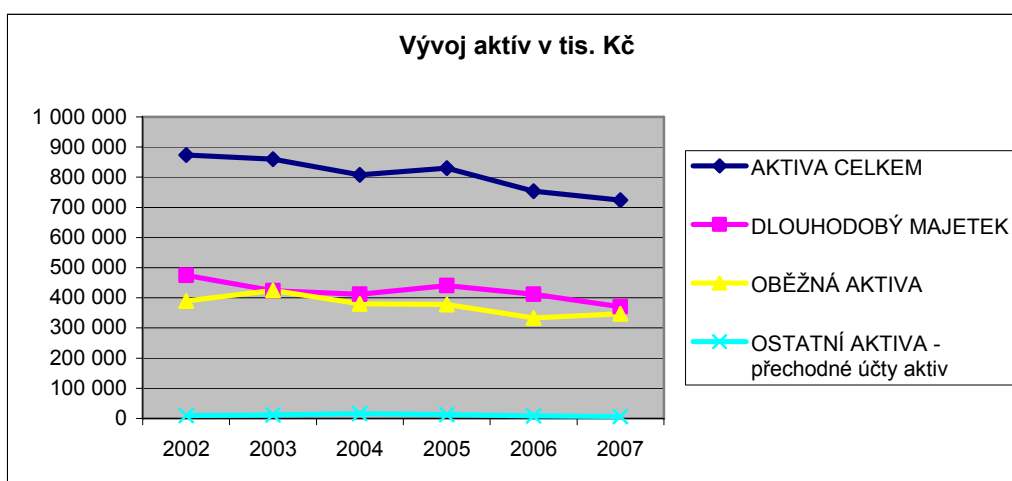
Skrátená rozvaha za roky 2002-2007	2003/2002		2004/2003		2005/2004		2006/2005		2007/2006	
	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %
Aktiva k 31.12. (tis. Kč)										
AKTIVA CELKEM	-14 247	-1,63%	-51 832	-6,03%	22 299	2,76%	-76 165	-9,17%	-30 340	-4,02%
DLOUHODOBÝ MAJETEK	-51 743	-	-10 965	-2,59%	27 833	6,75%	-27 849	-6,33%	-41 752	-
Dlouhodobý nehmotný majetek	-5 284	-31,78%	-4 939	-43,54%	23 812	371,77%	-28 953	-95,82%	-98	-7,75%
Dlouhodobý hmotný majetek	-46 446	-10,14%	-6 026	-1,46%	4 021	0,99%	1 104	0,27%	-41 414	-10,08%
Dlouhodobý finanční majetek	-13	-4,15%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	-240	-80,00%
OBĚŽNÁ AKTIVA	35 268	9,06%	-44 952	-	-2 173	-0,57%	-44 112	11,68%	13 735	4,12%
Zásoby	-12 354	-7,81%	1 947	1,34%	9 250	6,26%	9 313	5,93%	15 377	9,24%
Dlouhodobé pohledávky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Krátkodobé pohledávky	31 867	13,91%	-47 949	-18,38%	-14 083	-6,61%	-41 919	-21,07%	148	0,09%
Krátkodobý finanční majetek	15 755	731,43%	1 050	5,86%	2 660	14,03%	-11 506	-53,22%	-1 790	-17,70%
Časové rozlišení	2 228	23,01%	4 085	34,30%	-3 361	-21,01%	-4 204	-33,27%	-2 323	-27,55%

Tabuľka 9 Vývoj aktív

Vývoj celkových aktív

Aktiva podniku Olšanské papírny v sledovanom období oscilujú medzi 824 až 723 miliónmi korún. Časovým rozdielom sa pre jeho nízke hodnoty oproti ostatným položkám zaoberať bližšie nebudem. Trend aktív ako celku nekopíruje ani jedna z dvoch hlavných podzložiek, navzájom sa negujú. Rok 2005 predstavuje jediný nárast aktív za sledované obdobie, kedy vzrástli o 2,76%. Spôsobil to dlhodobý hmotný majetok, pričom obežný majetok sa zmenšil len minimálne. Výraznejší pokles aktív v rokoch 2004 a 2006 zapríčinil dlhodobý ako aj obežný majetok. Menší pokles celkových aktív v roku 2003 a 2007 bol zapríčinený 50 resp. 40 miliónovým poklesom dlhodobého majetku, ale dopad na aktiva celkom bol neutralizovaný rastom obežného majetku.

Graf 1 Vývoj aktív

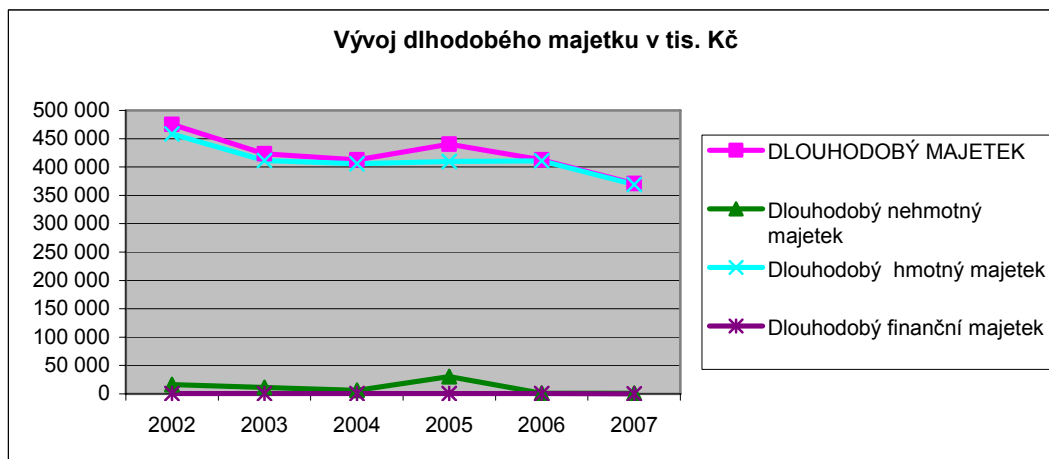


Vývoj dlhodobého majetku

Trend vývoja dlhodobého majetku závisí na vývoji dlhodobého hmotného majetku. Ostatné dve položky sú v porovnaní so stálymi aktívami zanedbateľné. Za povšimnutie stojí len 30 miliónový

nárast nehmotného majetku vďaka zložke „Jiný dlhodobý nehmotný majetek“. Hmotný majetok od roku 2002 klesá (v rokoch 2004 – 2006 s menšími odchýlkami osciluje) o zhruba 100 mil. Kč. z 458 na 369 miliónov. Pokles je spôsobený majoritne znížením položky „Samostatné movité věci a soubory mov. věcí“ z 313 na 192 miliónov Kč s jasne klesajúcim trendom po celé obdobie. Druhou najvýraznejšou podzložkou sú stavby, ktorých hodnota medziročne rástla až na hodnotu 155 mil. Kč. v roku 2006 (z pôvodných 117 mil. v roku 2003).

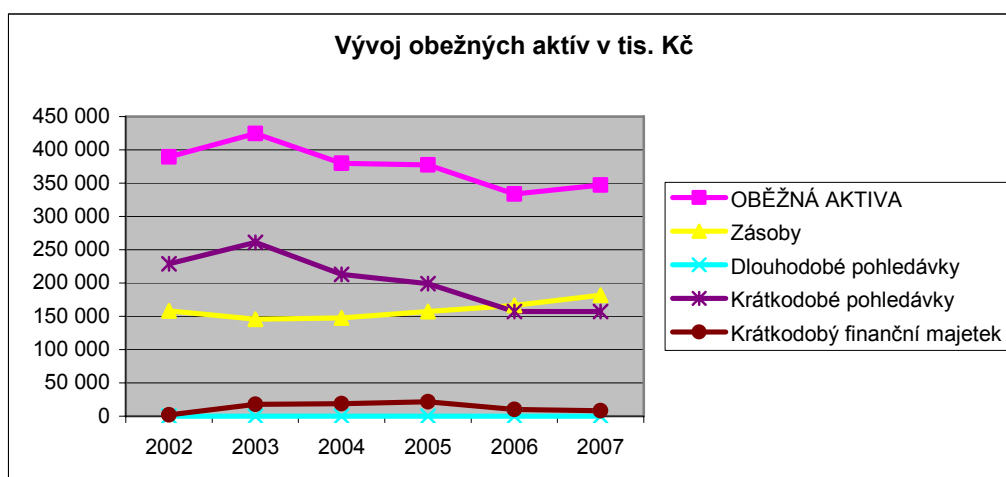
Graf 2 Vývoj dlhodobého majetku



Vývoj obežných aktiv

Celkové obežné aktíva sa počas skúmaných 6 rokov hýbu v rozmedzí 333 (rok 2006) až 424 (rok 2003) mil. Kč. Pri celkovom pohľade na graf vidno klesajúcu tendenciu. Krivka obežných aktiv je ovplyvnená najmä krivkou zásob a krivkou krátkodobých pohľadávok, s ktorou má aj rovnaký trend. Krátkodobé pohľadávky sú tvorené z majoritnej časti pohľadávkami z obchodného styku, ktoré sa od roku 2003 neustále znižujú, čo hovorí o lepšej platobnej disciplíne odberateľov. Rovnako sa znižujú aj daňové pohľadávky štátu tvoriace druhú najväčšiu podzložku krátkodobých pohľadávok. Zásoby majú od roku 2003 rastúcu tendenciu zapríčinenú hlavne položkou „Výrobky“. Tie rastú zo 47 mil. Kč. v roku 2004 o 35 miliónov na vyše 82 mil. Kč. v roku 2007. Tento fakt pri zhruba rovnakých hodnotách materiálu a nedokončenej výroby značí problémy podniku s odbytom vyrobených výrobkov. Prudký nárast krátkodobého finančného majetku v roku 2003 o vyše 700% bol spôsobený nárastom peňazí na účtoch v bankách, od roku 2005 postupne klesá. Dlhodobé pohľadávky podniku sú nulové.

Graf 3 Vývoj obežných aktív



3.3.2 Trendová analýza pasív

Skrácená rozvaha za roky 2002-2007										
Pasiva k 31.12. (tis. Kč)	2003/2002		2004/2003		2005/2004		2006/2005		2007/2006	
	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %
PASIVA CELKEM	-14 247	-1,63%	-51 832	-6,03%	22 299	2,76%	-76 165	-9,17%	-30 340	-4,02%
VLASTNÍ KAPITÁL	-36 623	-47,32%	50 334	123,46%	1 164	1,28%	-3 926	-4,25%	-14 866	-16,83%
Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Kapitálové fondy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Hospodářský výsledek minulých let	40 766	19,07%	-36 623	-21,17%	50 334	24,01%	1 165	0,73%	-3 927	-2,48%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-77 389	-189,84%	86 957	237,44%	-49 170	97,69%	-5 091	-437,37%	-10 939	-278,56%
CIZÍ ZDROJE	20 852	2,62%	-102 537	-12,54%	22 132	3,10%	-72 937	-9,89%	-16 076	-2,42%
Rezervy	-16 636	-12,42%	-18 113	-15,44%	-13 480	13,59%	-73 088	-85,29%	-8 731	-69,28%
Dlouhodobé závazky	54 414	0,00%	127 617	234,53%	26 577	14,60%	-10 922	-5,24%	-27 837	-14,08%
Krátkodobé závazky	-22 757	-5,20%	2 720	0,66%	1 895	0,45%	31 936	7,62%	23 439	5,20%
Bankovní úvěry a výpomoci	5 831	2,58%	-214 761	-92,80%	7 140	42,83%	-20 863	-87,62%	-2 947	-100,00%
Časové rozlišení	1 524	30480,00%	371	24,26%	-997	52,47%	698	77,30%	602	37,60%

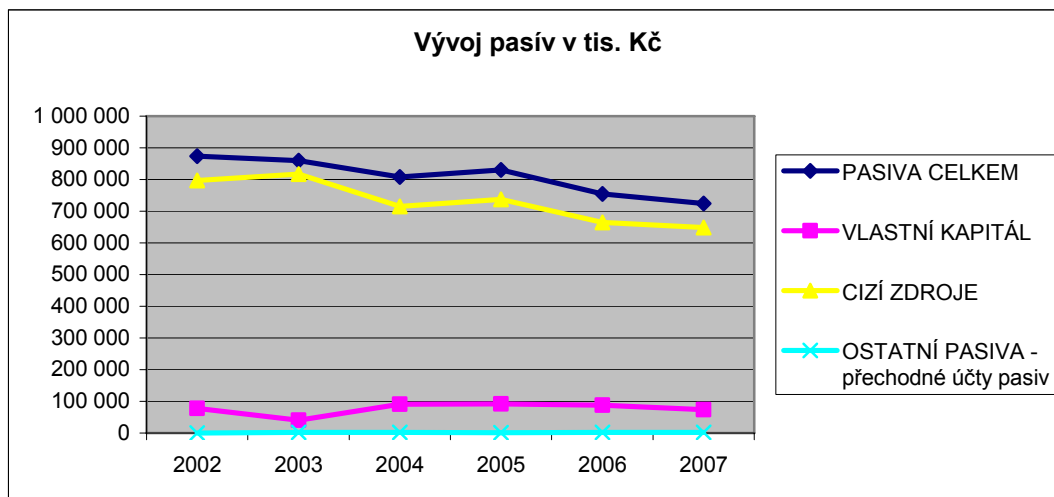
Tabuľka 10 Vývoj pasív

Vývoj celkových pasív

Trend vývoja pasív musí byť v každej rozvahe rovnaký ako trend vývoja aktív. Preto sa v tomto odseku budem zaoberať len faktormi, ktoré ho ovplyvnili. Celkovo je váha cudzích zdrojov, ako ukáže nižšie uvedená vertikálna analýza podstatne väčšia, z čoho vyplýva, že zmena pasív bude závisieť najmä na trende cudzích zdrojov. Prvý medziročný ukazovateľ vykazuje mierny pokles pasív pre takmer 50% zníženie vlastného kapitálu. V roku 2004 došlo k zníženiu závislosti podniku od cudzích zdrojov viac ako 50% nárastom vlastného kapitálu a znížením cudzích zdrojov o viac ako 100 mil. Kč. Toto vyústilo do opätovného poklesu hodnoty celkových pasív. Jediným obdobím nárastu pasív, rok 2005, kedy došlo k miernemu nárastu vlastných ako aj cudzích zdrojov. Najrazantnejší pokles pasív (r.

2006) zapríčinilo najmä zníženie rezerv a bankových úverov. Pokles hodnoty pasív v poslednom období bol spôsobený absolútnym znížením vlastného ako aj cudzieho kapitálu o približnej výške 14 mil. Kč.

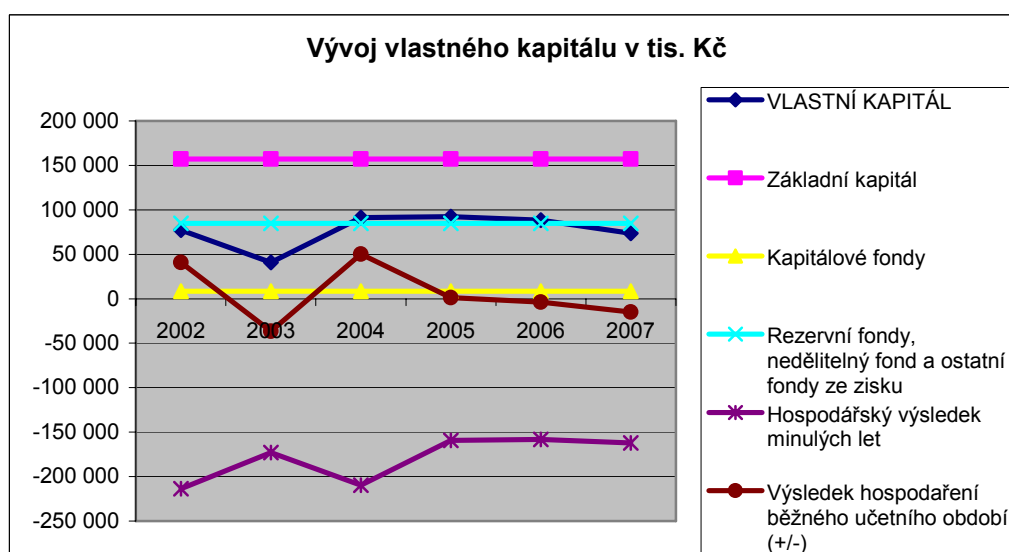
Graf 4 Vývoj pasív



Vývoj vlastného kapitálu

Vývoj vlastného kapitálu je ovplyvnený najmä hospodárskymi výsledkami bežného obdobia a minulých rokov. Pokles v roku 2003 takmer o polovicu a následný 123% nárast v roku 2004 bol spôsobený výkyvmi výsledku hospodárenia. Vlastný kapitál po roku 2005 (92 mil. Kč.) klesá s prehĺbujúcou sa stratou podniku. Krivky základného kapitálu, kapitálových fondov a rezervných fondov sú konštantné. Výsledok hospodárenia minulých rokov je od roku 2002 sústavne v záporných číslach, zvyšovaný a znižovaný ziskom resp. stratou bežného obdobia. Hospodársky výsledok bežného obdobia klesá v roku 2003 do straty, v roku 2004 dosahuje svojho maxima v sledovanom období (vyššie 50 mil. Kč.) a ostatné roky klesá, pričom posledné dva sú už pre podnik stratové (-4 a -14 mil. Kč.).

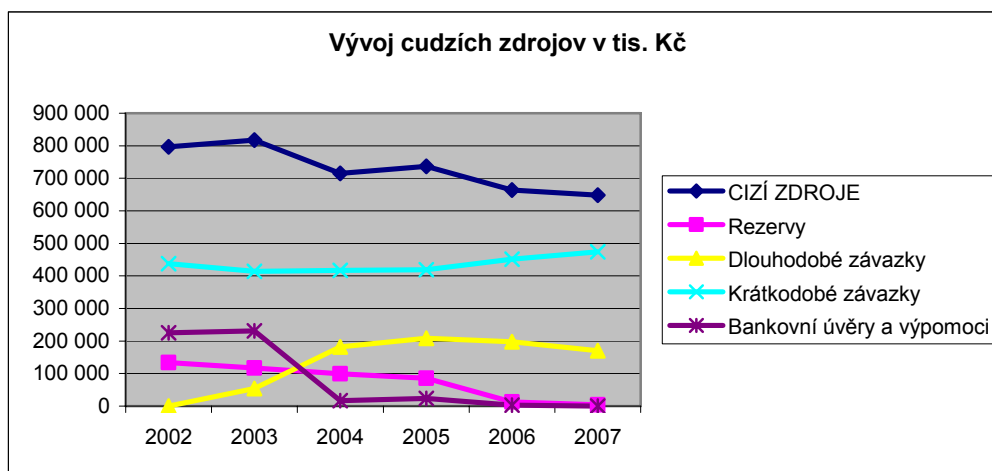
Graf 5 Vývoj vlastného kapitálu



Vývoj cudzích zdrojov

Komplexný pohľad na skúmané obdobie hovorí o poklese cudzích zdrojov z necelých 800 mil. Kč. na 648 mil. Kč. Najväčší podiel tvoria krátkodobé záväzky od roku 2003 neustále rastúce. Tvorené sú z majoritnej časti (viac ako 80%) záväzkami z obchodných vzťahov, záväzky voči zamestnancom tvoria 8,5 až 10 mil. Kč. Dlhodobé záväzky vzrástli v roku 2004 vďaka dlhodobému úveru vo výške 6,885 mil. Eur za účelom investícií v roku 2005. Pozitívnym javom je splatenie dlhodobých, privatizačných a povodňových, bankových úverov v roku 2004. Rezervy tvorené výlučne položkou „Ostatné rezervy“ každoročne klesajú.

Graf 6 Vývoj cudzích zdrojov



3.3.3 Trendová analýza výsledovky

Skrátená výsledovka za roky 2002-2007	2003/2002		2004/2003		2005/2004		2006/2005		2007/2006	
	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %	absolut.	v %
Vybrané položky výsledovky:										
PŘIDANÁ HODNOTA	-63 266	-19%	-42 078	-15%	-17 774	-8%	-73 247	-34%	88 237	61%
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-89 790	-107%	-10 091	-179%	36 624	233%	-2 390	-11%	3 510	19%
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	15 549	33%	96 486	306%	-85 100	-131%	-5 440	-27%	-13 166	-51%
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	-74 241	-200%	86 395	232%	-48 476	-99%	-7 830	-1079%	-9 656	-
MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-3 148	-85%	562	99%	-694	-61%	2 739	625%	-1 283	-40%
Výsledek hospodaření za účetní období	-77 389	-190%	86 957	237%	-49 170	-98%	-5 091	-437%	-10 939	-
Výsledek hospodaření před zdaněním	-77 389	-190%	86 957	237%	-49 170	-98%	-5 091	-437%	-10 939	-

Tabuľka 11 Trendová analýza výsledovky

Tržby za predaj zboží oscilujú medzi hodnotami 796-623 tis. Kč., pričom obchodná marža tvorí približne ¼ z nich. Výnimkou sú posledné dva roky. V roku 2006 sa tržby za predané zboží zvýšili trojnásobne a marža sa tiež absolútne zvýšila o 100 tis. Kč. Posledný rok došlo k štvornásobnému

poklesu tržieb za predaj zboží a negatívnym faktorom je hlavne záporná marža, teda náklady vynaložené na predaj boli vyššie ako inkasované tržby.

Pridaná hodnota ako ukazovateľ, ktorý najužšie zachycuje koľko podnik vyrobil po odčítaní spotreby materiálu a energie klesá celé pozorované obdobie, až na posledný rok 2007. Výkony totiž klesajú rýchlejšie ako výkonová spotreba. Posledný rok vzrástli výkony o takmer 100 mil. Kč., čiastočne aj kvôli pozitívnej zmene stavu zásob vlastnej výroby (podnik vyrobené výrobky nepredal).

Prevádzkový výsledok hospodárenia sa v rokoch 2003 a 2004 znižuje. Dôvodom je klesajúca pridaná hodnota, ktorá nestačí pokryť osobné náklady a odpisy. Nepriaznivý, záporný, hospodársky výsledok korigujú opravné položky. Vo zvyšných 3 rokoch prevádzkový hospodársky výsledok osciluje okolo 20 mil. Kč. V roku 2005 je zvýšenie dosiahnuté vďaka ostatným prevádzkovým výnosom (dosiahnuté aj vďaka predaju emisných povoleniek vo výške zhruba 18 mil. Kč), opravným položkám (35 mil. Kč.) a tržbám z predaja dlhodobého majetku (25 mil. Kč). Rok 2006 je veľmi podobný, až na vysoké ostatné prevádzkové náklady, ktoré sú pokryté takmer rovnako vysokými opravnými položkami. Rok 2007 vykazuje kladný prevádzkový hospodársky výsledok a medziročné navýšenie vďaka vyššej pridanej hodnote a nižším mzdovým nákladom. Nižšie mzdové náklady plynú zo znižovania počtu zamestnancov v podniku. Prevádzkový výsledok hospodárenia vo sledovanom období bol ovplyvnený aj nasledujúcimi skutočnosťami. Veľmi negatívne zasiahol vývoj menového kurzu, keď česká Koruna dlhodobo posilňovala oproti Euru a Doláru, čím vzniklo negatívne saldo. Pozitívnym javom kurzových zmien boli nižšie ceny materiálov dovážaných zo zahraničia, najmä ceny buničín. Ďalším faktorom bol tlak zahraničných trhov na zníženie cien papiera a rast cien plynu a energie.

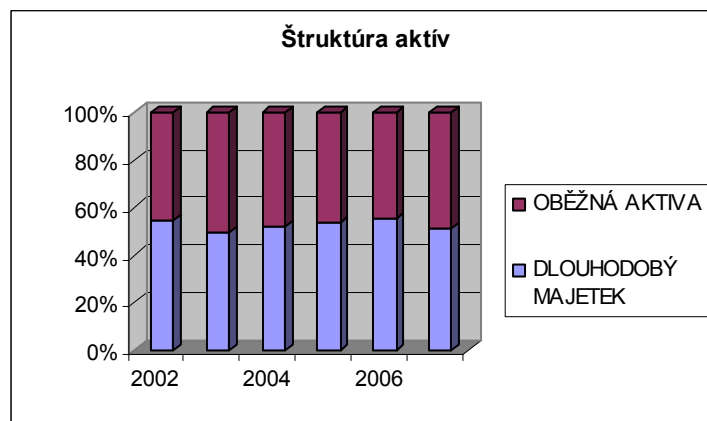
Finančný výsledok hospodárenia má tvar pyramídy. Do roku 2005 rastie, po roku 2005 klesá. Počas celého sledovaného obdobia ho ovplyvňujú najmä tri zložky. Nákladové úroky klesajú do roku 2005. Ostatné finančné výnosy oscilujú medzi 23- 33 mil. Kč. až na rok 2004 keď vzrástli o 123 mil. Kč., čím zaistili jediný kladný finančný výsledok hospodárenia. Ten spôsobil najväčší celkový zisk podniku za sledované obdobie. Ostatné finančné náklady značne znižujú celkový finančný výsledok hospodárenia. Jedná sa prevažne o straty vyplývajúce z menového kurzu.

Mimoriadny výsledok hospodárenia je zanedbateľný.

Výsledok hospodárenia za bežné účtovné obdobie je súčtom prevádzkového, finančného a mimoriadneho výsledku hospodárenia. Pre silné výkyvy sa nedá jeho trend stotožniť so žiadnym z výsledkov, ktoré ho tvoria. Najvýraznejší prepád zaznamenáva v roku 2003 (takmer 200%), naopak nárast v roku 2004 (237%). Na konci sledovaného obdobia sa zase začína prepadávať do záporných hodnôt.

3.3.4 Percentuálna analýza komponentov aktív

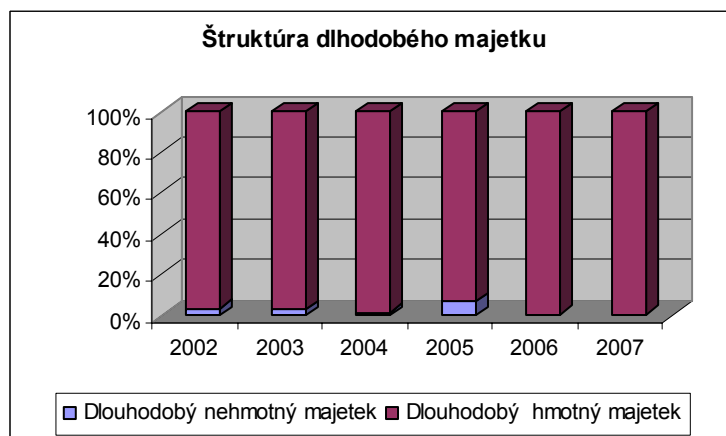
Graf 7 Štruktúra aktív



Štruktúra aktív

Z grafu vyplýva, že pomer dlhodobého a obežného majetku je stabilný, nedochádza k veľkým výkyvom. Dlhodobý majetok, ako to vo výrobných podnikoch býva, väčšinou mierne prevažuje. V tomto prípade ale nikdy neprekračuje hranicu 60%. Položku rozvahy „ostatné aktíva“ som pre jej nízku váhu na celkovom podiele aktív vynechal.

Graf 8 Štruktúra dlhodobého majetku

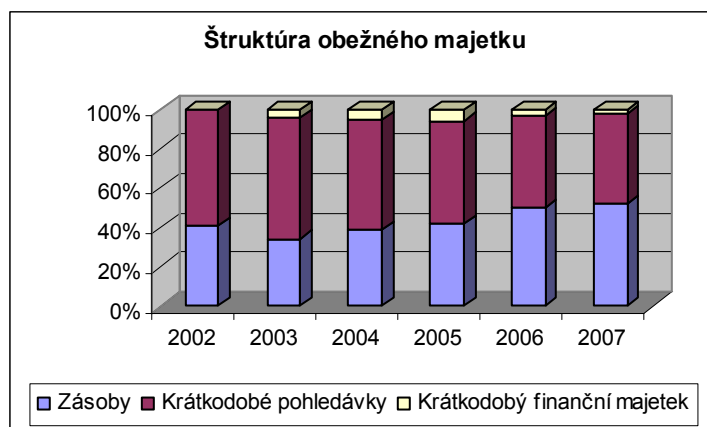


Štruktúra dlhodobého majetku

Dlhodobý majetok je tvorený takmer výlučne z dlhodobého hmotného majetku, čo vyplýva aj z predmetu podnikania danej firmy. Najpočetnejšou položkou dlhodobého hmotného majetku je podzložka „Samostatné movité věci a soubory mov. věcí“, tvoriaca až 68% v roku 2002. Vykazuje však klesajúci trend, v roku 2007 má váhu už len 52%. Druhú najsilnejšiu podzložku tvoria stavby rastúce po celé sledované obdobie od 26% do 39% na celkovej váhe dlhodobého hmotného majetku. V skutočnosti to znamenalo predaj hnuteľného majetku počas sledovaných rokov, ale aj nárast hodnoty stavieb vo vlastníctve podniku. Dlhodobý nehmotný majetok výraznejšie vzrástol len v roku 2005, príčinou bola položka „Jiný dlouhodobý nehmotný majetek“, v praxi najmä emisné povolenia.

V posledných dvoch rokoch jeho hodnota klesá na minimum. Položku dlhodobý finančný majetok som pre jej nízku váhu na celkovom dlhodobom majetku vynechal.

Graf 9 Štruktúra obežného majetku

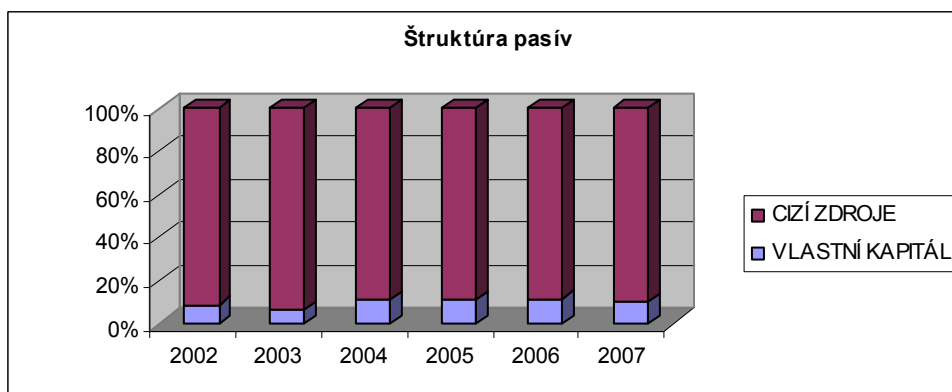


Štruktúra obežného majetku

Obežný majetok sa skladá prevažne zo zásob a krátkodobých pohľadávok. V prvom medziobdobí sa zvýšila hodnota pohľadávok, v ďalších už ich váha na celkovom obežnom majetku ustupuje a väčší percentuálny podiel získavajú zásoby. Konkrétne sa zvyšujú položky nedokončenej výroby a hotových výrobkov. Zvyšovanie tohto druhu zásob môže predznamenávať problémy s odbytom. Dlhodobé pohľadávky firma nemá, zníženie krátkodobých je majoritne z obchodných vzťahov, čo znamená zlepšenie platobnej disciplíny odberateľov. Krátkodobý finančný majetok nepresahuje na celkových obežných aktívach váhu 8%.

3.3.5 Percentuálna analýza komponentov pasív

Graf 10 Štruktúra pasív

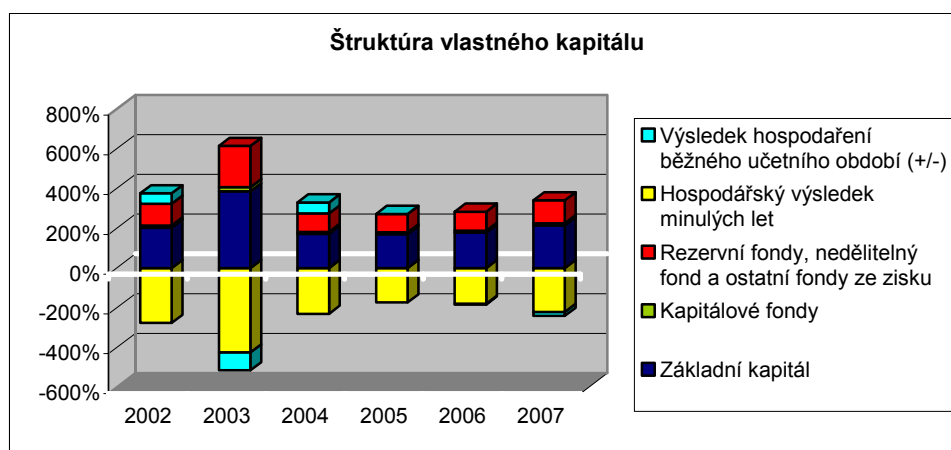


Štruktúra pasív

Vysoká, až vyše 88% zadlženosť firmy je očividná na prvý pohľad. Najväčší podiel cudzích zdrojov na pasívach je v roku 2003, až 95%. Ostatné roky sa váhy vlastného kapitálu pohybujú v rozmedzí 9-12%. V každom prípade firma už vynakladá značné finančné prostriedky na požičiavanie si ďalšieho kapitálu. Položka ostatných pasív je zanedbateľná, preto ju v grafe ani neuvádzam. Podľa zlatého

bilančného pravidla³² je potreba časového zladenia doby trvania majetku s dobou trvania zdrojov. Dlhodobý majetok by mal byť krytý dlhodobými zdrojmi, za ktoré je považovaný vlastný kapitál. Pomer dlhodobého majetku k vlastnému kapitálu je zhruba 5:1, čo je výrazné porušenie kapitálovej štruktúry stanovenej podľa zlatého bilančného pravidla. Zlaté pravidlo vyrovnania rizík³³ pomeriava vlastné zdroje k cudzím. Výsledný pomer by mal vychádzať zhruba 1:1, v prípade skúmaného podniku je zhruba 1:9. Podľa bilančných pravidiel, financovania a kapitálovej štruktúry, je podnik výrazne zadlžený. Celkový efekt zadlženia bude zreteľný až pri pákovom efekte.

Graf 11 Štruktúra vlastného kapitálu



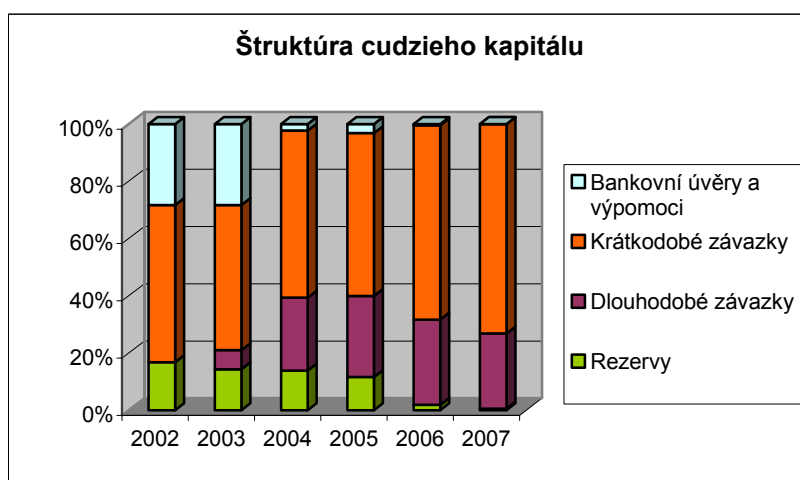
Štruktúra vlastného kapitálu

Keďže položky základného kapitálu, rezervných a kapitálových fondov v absolútnej výške ostávajú rovnaké, tak štruktúra vlastného kapitálu závisí len na hospodárskych výsledkoch. Pre mínusové výsledky hospodárenia je uvedená aj záporná časť osy y. Vlastný kapitál vzniká súčtom kladných aj záporných položiek, preto je jeho celková hodnota nižšia ako hodnota niektorých jeho prvkov, čo do značnej miery znižuje prehľadnosť a komplikuje vypovedaciu hodnotu. Hospodársky výsledok z minulých rokov niekoľkonásobne prevyšuje vlastný kapitál a po celé sledované obdobie ostáva záporný. Hospodársky výsledok bežných období dosahuje len malého významu a striedavo zvyšuje, či znižuje celkovú váhu hospodárskeho výsledku minulých období. Strata v roku 2003 výrazne znížila vlastný kapitál podniku, čo má za následok predĺženie druhého stĺpca grafu.

³² SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007, str. 341

³³ SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007, str. 341

Graf 12 Štruktúra cudzieho kapitálu



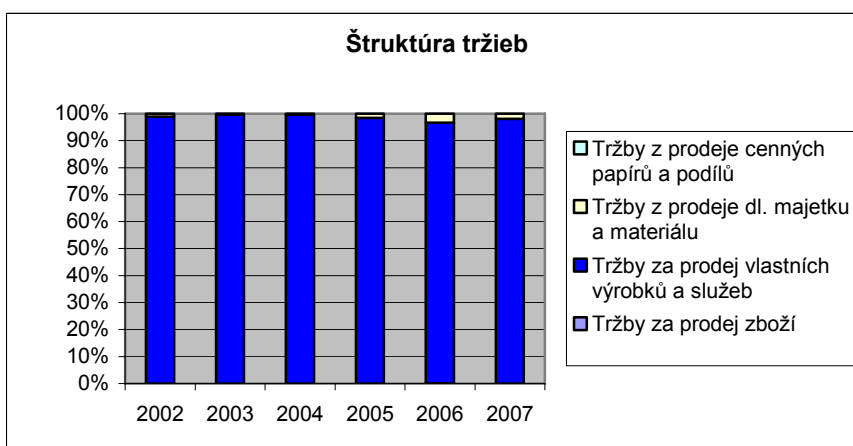
Štruktúra cudzieho kapitálu

Najväčší podiel na cudzom kapitále majú krátkodobé záväzky, s rastúcou tendenciou (od 55% po takmer 73%). Zvyšujú sa predovšetkým záväzky z obchodných vzťahov, zhoršuje sa platobná disciplína podniku. Klesajúcu povahu majú rezervy, ktoré sa počas sledovaných rokov znížili z necelých 20% na 1%. Rovnako degresívny charakter majú aj bankové úvery a výpomoci, ktoré v roku 2004 klesli z 27% na 2%. Dlhodobé záväzky zvýšili svoj podiel na necelých 30% (spomínaný úver na 6,885 mil. Eur) v roku 2004 a bez väčších zmien tak zostali až do konca sledovaného obdobia.

3.3.6 Percentuálna analýza komponentov výsledovky

Výsledovku som podrobnejšie vertikálne analyzoval z pohľadu nákladov a tržieb.

Graf 13 Štruktúra tržieb

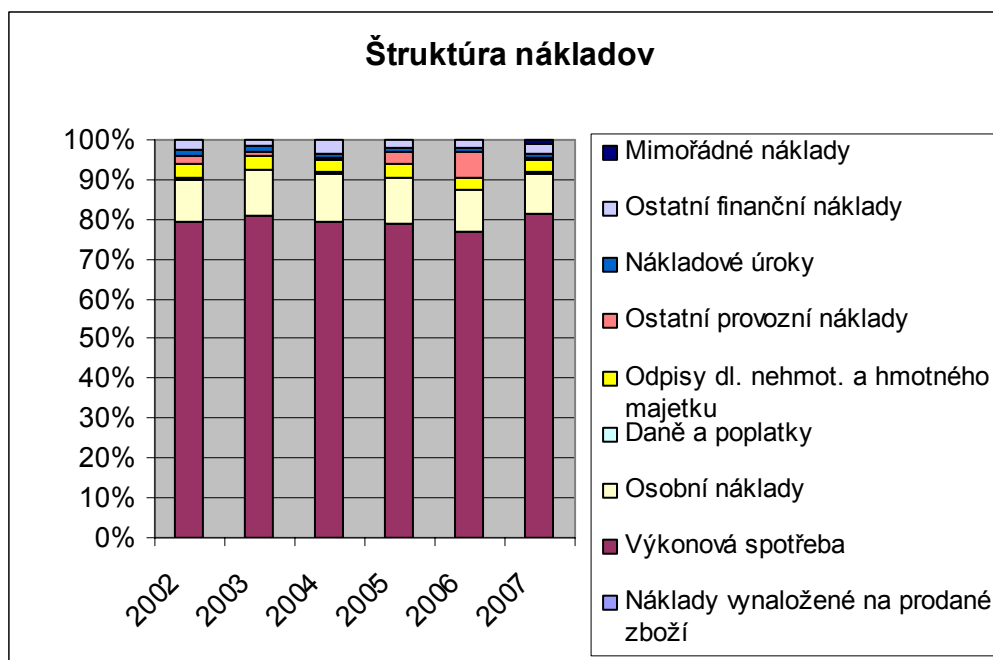


Štruktúra tržieb

Z grafu jednoznačne vyplýva drvivá prevaha tržieb z predaja vlastných výrobkov a služieb s váhou presahujúcou 98% celkových tržieb. Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu dosahujú v posledných troch rokoch síce zanedbateľnú ale graficky viditeľnú váhu o zhruba 1-2%. Tržby

z predaja finančného majetku a tržby za predaj zboží nedosahujú ani desatinu percenta celkových tržieb, ich hodnota je zanedbateľná.

Graf 14 Štruktúra nákladov



Štruktúra nákladov

Najvýraznejšie sa na celkových nákladoch podieľa výkonová spotreba (80%), jej váha sa medziročne takmer nemení, v absolútnych číslach sa ale postupne znižuje (medzi rokmi 2002-2007 o takmer 150 mil. Kč.). Keďže sa jedná o výrobný podnik pomer spotreby materiálu a energie k spotrebovaným službám v pomere 9:1 neprekvapuje. Na druhom mieste sú osobné náklady s váhou okolo 10%. Pochopiteľne najväčšiu položku osobných nákladov tvoria mzdové náklady, od roku 2004 klesajúce (podnik začal prepúšťať zamestnancov). Súčet váh zvyšných položiek je zhruba 10%.

3.4 Analýza rozdielových ukazovateľov - analýza čistého pracovného kapitálu

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OBĚŽNÁ AKTIVA	389 418	424 686	379 734	377 561	333 449	347 184
Příjmy příštích období	0	80	652	1 699	1 812	356
Krátkodobé závazky	437 217	414 460	417 180	419 075	451 011	474 450
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Výdaje příštích období	0	1 521	1 900	885	1 601	2 203
Krátkodobé finanční výpomoci	1 600	17 931	16 670	23 810	2 947	0
NWC³⁴	-49 399	-9 146	-55 364	-64 510	-120 298	-129 113

Tabuľka 12 Čistý pracovný kapitál

³⁴ NWC som počítal aj s príjmami a výdajmi budúcich období, keďže majú charakter pohľadávok resp. záväzkov.

Hodnota NWC je každý sledovaný rok záporná. V prvom medziobdobí síce rastie vďaka zvýšeniu obežných aktív a poklesu krátkodobých záväzkov, no v ďalších rokoch NWC klesá do hlbokého mínusu. V praxi to znamená, že podnik stráca na svojej likvidite a v prípade nepriaznivej udalosti a potreby financií ich nezíska predajom všetkých svojich obežných aktív. Nepriaznivo to vnímajú najmä veritelia. Prejavuje sa tu prevažné financovanie podniku z cudzích zdrojov, ako to je vidieť v grafe štruktúry pasív. Obežné aktíva nepokrývajú krátkodobé záväzky, čím nevzniká teoretická možnosť získania dodatočného kapitálu z predaja obežných aktív.

3.5 Analýza pomerových ukazovateľov

Analýza pomerových ukazovateľov sa v mojej práci skladá z ukazovateľov rentability, likvidity, aktivity a zadlženosti. Všeobecne do nej patria všetky ukazovatele vzniknuté pomeriavaním dvoch údajov z účtovných výkazov dávajúce zmysel a potrebnú vypovedaciu hodnotu. Aj keď sa za najdôležitejšie pokladajú ukazovatele rentability, zdravý podnik musí byť okrem ziskovosti aj primerane likvidný, zadlžený a mať dostatočne rýchly obrat. Najväčšou výhodou pomerových ukazovateľov oproti absolútnym a rozdielovým je ich zrovnateľnosť. Umožňujú abstrahovať od rozdielov vo veľkosti medzi podnikmi pri podnikovom porovnávaní. Sú základom pre sústavy ukazovateľov, uvedených v ďalšej podkapitole tejto práce.

3.5.1 Ukazovatele rentability

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ROE - EAT/VK	52,67%	-89,83%	55,25%	1,26%	-4,45%	-20,23%
Rentabilita tržieb - EAT/T	2,24%	-2,07%	3,02%	0,07%	-0,26%	-0,95%
Obrat aktív - T/A	2,08	2,05	2,06	1,92	1,98	2,17
Finančná páka - A/VK	11,29	21,09	8,87	9,00	8,54	9,85
ROA - EBIT/A	8,27%	-1,32%	8,47%	1,88%	1,64%	0,56%
Rentabilita tržieb - EBIT/T	3,98%	-0,64%	4,11%	0,98%	0,83%	0,26%
Obrat aktív - T/A	2,08	2,05	2,06	1,92	1,98	2,17
ROS - EAT/T	2,24%	-2,07%	3,02%	0,07%	-0,26%	-0,95%

Tabuľka 13 Rentabilita

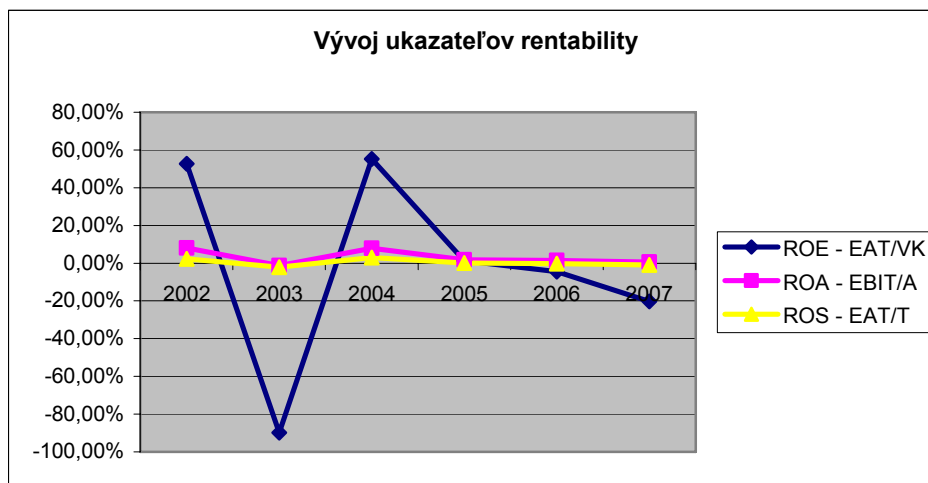
Rentabilita vlastného kapitálu – ROE je najsledovanejším ukazovateľom z pohľadu akcionárov podniku. Vyjadruje percentuálne zhodnotenie resp. znehodnotenie vložených zdrojov. Čím vyššia hodnota, tým sú vlastníci podniku radšej. Hraničnou hodnotou „spokojnosti“ je výnosnosť z alternatívnej investície rovnakej veľkosti pri podstúpení rovnakého rizika. Trend rentability vlastného kapitálu sa medziročne výrazne menil. V rokoch 2002 a 2004 dosiahol podnik vynikajúce hodnoty ROE, spôsobené primárne silnou finančnou pákou (veľmi nízka hodnota vlastného kapitálu oproti celkovým aktívam). Obrat aktív je položka, ktorú sa podniky snažia maximalizovať,

vypovedaciu hodnotu získava až pri porovnaní s odvetvím (dosahované hodnoty odvetvia boli medzi 1,13 v roku 2003 a 1,24 v roku 2002). Obrat aktív pôsobí na vrcholový ukazovateľ taktiež pozitívne. Nízke a záporné čísla v rokoch 2003, 2005, 2006 a 2007 zapríčinil nízky resp. záporný výsledok hospodárenia spoločnosti. Rok 2003 bol neprijemným prepadom do hlbkej straty. Dôvodom boli klesajúce ceny papiera na zahraničných trhoch, prejdené aj na trh domáci a neskorá a nezvládnutá cenová politika spoločnosti na tieto zmeny. V roku 2004 sa týmto tržným zmenám podnik dokázal prispôbiť zvýšením efektivity práce a ďalšími prevádzkovými opatreniami. Zvyšné roky rentabilita klesala. Príčinami boli neustále tlaky zahraničných trhov na znižovanie cien papiera, zvyšovanie cien energií a v neposlednom rade aj silnejúca Koruna voči Euru a Doláru (už v roku 2004 tvorí 64% odbytu spoločnosti zahraničie).

Rentabilita aktív má rovnaký trend ako ROE. Je to podiel výsledku hospodárenia podniku a celkových zdrojov, pomocou ktorých, bol tento výsledok dosiahnutý. Pracuje so ziskom pred zdanením a úrokmi, položkou s vyššou hodnotou o pripočítané úroky. Výhodou zisku pred zdanením a úrokmi je schopnosť lepšieho medziročného a medzipodnikového porovnania, keďže zrovnáva skutočnú hodnotu vytvorenú podnikom bez rozdielov výšky úrokov splácaných podnikom a meniacej sa dane.

Rentabilita tržieb má rovnaký trend ako predchádzajúce pomery. Nazýva sa aj zisková marža, ktorá určuje cenu produkcie výrobkov. Kľúčovým faktorom jej hodnôt je opäť premenlivý hospodársky výsledok.

Graf 15 Vývoj ukazovateľov rentability



3.5.2 Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity určujú ako je podnik schopný premieňať svoj obežný majetok na finančné prostriedky. Ako interný analytik sa budem zaoberať fiktívnou hodnotou likvidity, teda počítam s obežnými aktívami ako s celkom (nedokážem zistiť nelikvidné časti obežného majetku). Štruktúra splatnosti krátkodobých záväzkov a čas potrebný na premenenie jednotlivých častí na likvidné prostriedky sú taktiež predmetom skúmania interných analytikov.

Tabuľka 14 Likvidita

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BL – bežná likvidita	0,887	0,979	0,873	0,855	0,736	0,729
PL – pohotovú likvidita	0,527	0,643	0,534	0,501	0,371	0,348
OL – okamžitú likvidita	0,005	0,041	0,044	0,049	0,022	0,018

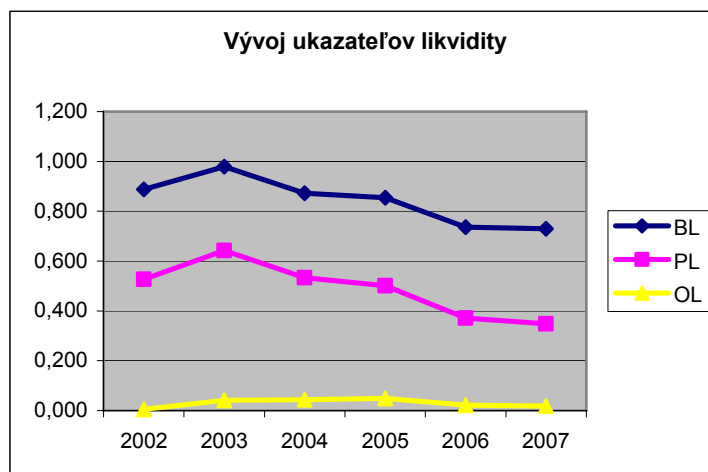
Bežná likvidita je „najhrubším“ ukazovateľom likvidity pomeriavajúcim celkové obežné aktíva s krátkodobými záväzkami. Hovorí, koľkokrát je podnik schopný splatiť svoje krátkodobé záväzky predajom obežných aktív. Jedná sa o málo vídaný jav, keďže predaním všetkého obežného majetku podnik prestáva byť funkčný a skrachoval by. Bežná likvidita je každoročne pod hodnotou „1“, čo radí podnik do skupiny spoločností s agresívnou stratégiou riadenia likvidity. V praxi to znamená, že podnik nedokáže predaním obežných aktív splatiť všetky svoje krátkodobé dlhy. Pre podnik samotný to nemusí mať negatívny vplyv, na spokojnosť veriteľov má ale určite negatívny dosah. Z pohľadu časového vývoja likvidita klesá.

Pohotovú likvidita exaktnejšie vyjadruje likviditu podniku. Počíta bez najmenej likvidnej položky obežného majetku, bez zásob. Jej hodnoty sa od roku 2003 znižujú až takmer na hodnotu, ktorou podnik dokáže splatiť svojimi pohľadávkami, finančným majetkom a príjmami budúcich období jednu tretinu krátkodobých záväzkov.

Okamžitú likvidita je najprísnejším indikátorom likvidity. Z obežného majetku zohľadňuje len finančný majetok. Odporúčaná hodnota je 0,2, splatenie krátkodobých záväzkov z 1/5. Aj tento model je po celé sledované obdobie výrazne pod doporučenými hodnotami.

Podnik dosahuje veľmi nízke hodnoty všetkých troch stupňov likvidity, praktizuje agresívnu likvidnú politiku. Výhodou je efektívna alokácia zdrojov podniku, na druhej strane pri vzniku finančných problémov sa podnik môže oveľa ľahšie dostať do platobnej neschopnosti, čo je základným sledovaným aspektom veriteľov. Management podniku dáva prednosť rentabilite na úkor finančnej istoty.

Graf 16 Vývoj ukazovateľov likvidity



3.5.3 Ukazovatele aktivity

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Obrat aktív - T/A	2,08	2,05	2,06	1,92	1,98	2,17
Obrat dlhodobého majetku - T/DM	3,83	4,17	4,04	3,62	3,63	4,24
Obrat zásob - T/Z	11,49	12,11	11,27	10,16	9,00	8,64
Doba obratu aktív	173,08	175,35	174,63	187,42	181,45	165,89
Doba obratu zásob	31,32	29,74	31,94	35,44	40,02	41,65
Doba inkasa kr. pohľadávok	45,36	53,23	46,17	45,28	38,21	36,10
Doba splatenia kr. záväzkov	86,89	88,49	94,17	100,16	109,60	109,24
Obchodný deficit	-41,53	-35,26	-48,00	-54,88	-71,40	-73,15

Tabuľka 15 Aktivita

Obrat aktív je zásadným ukazovateľom, hodnotí koľkokrát sa celkový majetok premietne v tržbách za rok. Vysoká hodnota svedčí o efektívnom využití majetku podniku. Krivka obratu aktív má tvar písmena „U“, do roku 2005 klesá a ďalej rastie. Aby sa dalo určiť, či je hodnota vysoká lebo nízka, je potrebné porovnanie dosiahnutých čísel s hodnotami odvetvia. Tie sa počas rokov 2002-2007 pohybujú v rozmedzí 1,13-1,24. Podnik využíva svoje aktíva efektívnejšie, ako je priemer odvetvia.

Obrat dlhodobého majetku pomeriava tržby s dlhodobými aktívami. Napr. hodnota v roku 2003 je 3,8 a znamená, že dlhodobý majetok by mohol byť kúpený s dosiahnutými tržbami 3,8 krát. Vysoké hodnoty svedčia o efektívnom využití dlhodobého majetku, kapitál spoločnosti nie je v dlhodobých aktívach zbytočne viazaný v nadmernom množstve.

Veľmi podstatný je obrat zásob, hovorí koľkokrát sa zásoby „otočia“ v aktívach. Dôležitosť ukazovateľa spočíva nie len v neefektívnom uložení kapitálu v zásobách, ale aj v potrebe nadmerne vyloženého kapitálu z dôvodu skladovacích nákladov. Trend obratu zásob skúmaného podniku je klesajúci. Spôsobili to rovnako klesajúce tržby ako rastúce množstvo zásob, najmä dokončených výrobkov na sklade. „Pokud ukazatel vychází ve srovnání s oborovým průměrem příznivý (vyšší), podnik nemá zbytečně nelikvidní zásoby, které by vyžadovaly nadbytečné financování. Přebytké zásoby jsou neproduktivní (vyvolávají přebytké náklady na financování, jsou v nich umrtveny finanční prostředky, které musí být financovány cizími zdroji) a představují investici s nízkým nebo nulovým výnosem. Vysoký obrat zásob rovněž podporuje důvěru v ukazatel běžné likvidity. Naopak při nízkém obratu a nepoměrně vysokém ukazovateli likvidity lze usuzovat že podnik má zastaralé zásoby, jejichž reálná hodnota je nižší než cena uvedena v účetních výkazech.“³⁵

Doba obratu zásob udáva priemerný počet dní, počas ktorých sú zásoby uložené v podniku. Ukazovatele doby obratu majú minimalizačný charakter, predmetom podniku je ich znižovať. Ak v posledných skúmaných rokoch obrat zásob klesá, tak zrkadlovo musí narastať počet dní skladovaných zásob. Priemerné hodnoty odvetvia sú vyše 100 dní. Analyzovaný podnik drží zásoby v porovnaní s odvetvím o 60-70 dní kratšie. Celkovo nadpriemerné hodnoty ukazovateľov obratu zásob v porovnaní s odvetvovým priemerom sú zásluhou dobrého fungovania supply managementu.

³⁵ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 62

Doba obratu pohľadávok udáva priemernú dobu inkasovania krátkodobých pohľadávok (pohľadávok z obchodného styku). Výsledné číslo je počet dní, ktoré odberatelia potrebujú na zaplatenie za dodané výrobky. Najdlhšia doba inkasa pohľadávok je v roku 2003 (53 dní) a postupne sa znižuje. Priemerná doba inkasa pohľadávok odvetvia je od 76 po vyše 100 dní. Podnik je aj v tomto ukazovateli aktivity v porovnaní s oborom lepší.

Doba obratu krátkodobých záväzkov vyjadruje platobnú disciplínu skúmaného podniku, teda priemerný počet dní, za ktoré podnik zaplatí svoje krátkodobé záväzky dodávateľom.

Obchodný deficit je rozdiel medzi dobou inkasa pohľadávok a dobou splatenia krátkodobých záväzkov. Výsledkom je počet dní potrebných prefinancovať, ak je rozdiel kladný alebo počet dní, počas ktorých je podnik financovaný dodávateľmi ak je rozdiel záporný. V prípade analyzovaného podniku je rozdiel po celý čas záporný, pričom od roku 2003 sa prehľbuje. Podnik využíva financovanie dodávateľmi čoraz viac.

3.5.4 Ukazovatele zadlženosti³⁶

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Celková zadlženosť - CZ/A	0,91	0,95	0,88	0,89	0,88	0,90
Kvóta vlastného kapitálu - VK/A	0,09	0,05	0,11	0,11	0,12	0,10
Úrokové krytie - EBIT/Ú	2,29	-0,45	3,78	1,08	0,76	0,21
Doba splácania cudzích zdrojov	-697,67	51,89	681,00	277,14	-57,73	-362,11
Pákový efekt	6,37	68,03	6,52	0,67	-2,71	-36,01

Tabuľka 16 Zadlženosť

Celkovú zadlženosť som rozoberal vo vertikálnej analýze pasív. Podnik je zadlžený v priemere z 90%, pričom hodnoty kolíšu len minimálne. Zadlženosť až 90% hodnotím pri porovnaní s odvetvím (50-60%) ako vysokú. Kvóta vlastného kapitálu pomeriava vlastný kapitál s celkovými aktívami a je doplnkom k celkovej zadlženosti. V porovnaní s oborom (priemerná kvóta vlastného kapitálu podnikov v papierenskom priemysle je v danom období 40-50%) je podnik zadlženejší o 30% až 40%. Úrokové krytie uvádza koľkonásobne prevyšuje zisk úroky. Zisk dosiahnutý využitím cudzieho kapitálu by mal byť aspoň natoľko vysoký, aby dokázal splatiť náklady na jeho využitie. V rokoch 2003, 2006 a 2007 nie je podnik schopný z celkového zisku splatiť všetky úroky, čo je dôležitým znakom finančných problémov.

Všeobecne platí, že zadlženosť je pre podnik výhodná ak: $EBT/EBIT * A/VK > 1$. Pri zápornom hospodárskom výsledku v roku 2003 je síce hodnota finančnej páky veľmi vysoká, ale vypovedacia schopnosť tohto ukazovateľa je skreslená a „nehovorí pravdu“ (-/- = +). V roku 2002 a 2004 má podnik ziskový účinok z finančnej páky, teda zadlženosť je preň výhodná. Naopak v roku 2005 je účinok páky menší ako 1, nákladové úroky už značne zaťažujú zisk. V posledných dvoch rokoch firma

³⁶ Pri ukazovateľoch zadlženosti je vhodné pracovať aj s leasingom. Pre neúplné údaje od neho abstrahujem.

nedokáže z vygenerovaného zisku splácať nákladové úroky, čo je jednoznačný signál príliš vysokej zadlženosti.

3.6 Sústavy pomerových ukazovateľov – Bonitné modely

3.6.1 Kralickov rýchly test

Prepočítané ukazovatele		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Finančná stabilita	VK/A	8,85%	4,74%	11,27%	11,11%	11,71%	10,15%
	doba splácania dlhu z CF	8,19	45,13	7,66	16,23	14,99	18,47
Výnosová situácia	CF v % T	-0,06%	0,89%	0,06%	0,17%	-0,77%	-0,11%
	ROA	8,27%	-1,32%	8,47%	1,88%	1,64%	0,56%

Tabuľka 17 Výpočet Quicktestu

Kralickov rýchly test (Quicktest) sa skladá zo 4 pomerových ukazovateľov rozdelených do dvoch skupín merajúcich zadlženosť a ziskovosť podniku. Pomer vlastného kapitálu k celkovým aktívam sa pohybuje na hranici 10% až na rok 2003, keď došlo k zníženiu vlastného kapitálu vplyvom záporného výsledku hospodárenia. Doba splácania dlhu z cash flow bola vypočítaná ako podiel cudzích zdrojov znížených o krátkodobý finančný majetok a bilančného cash flow³⁷. Najdlhšia je v roku 2003 (45 rokov), v roku 2004 klesá, pričom v nasledujúcich rokoch má opäť rastúcu tendenciu. V ani jednom zo skúmaných rokov podnik nie je schopný svojim cash flow splatiť cudzie zdroje za menej ako 7 rokov. Cash flow v percentách tržieb dosahuje minimálne až záporné hodnoty, čo spôsobili nízke až záporné hodnoty cash flow. Výkyvy a celkový pokles rentability aktív boli vysvetlené pri analýze pomerových ukazovateľov rentability.

hodnotenie		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Finančná stabilita	VK/A	4	4	3	3	3	3
	doba splácania dlhu z CF	3	5	3	4	4	4
aritmetický priemer		3,50	4,50	3,00	3,50	3,50	3,50
Výnosová situácia	CF v % T	5	4	4	4	5	5
	ROA	3	5	4	4	4	4
aritmetický priemer		4,00	4,50	4,00	4,00	4,50	4,50
aritmetický priemer celkom		3,70	4,50	3,40	3,70	3,90	3,90

Tabuľka 18 Hodnotenie Quicktestu

Podľa tabuľky uvedenej v teoretickej časti som pripísal jednotlivým hodnotám známky. Počítal som celkový aritmetický priemer a priemery za obe skupiny zvlášť. Podnik je z pohľadu finančnej stability

³⁷ Potreba počítania s bilančným cash flow vychádza zo stavového charakteru čitateľa. Uvedený postup výpočtu je podľa: SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007, str. 106

hodnotený ako hraničiaci medzi kategóriami dobrý/zlý. Najhoršia finančná stabilita je v roku 2003, kvôli nízkej hodnote bilančného cash flow. Horšie sú na tom „známky“ z aritmetického priemeru výnosovej situácie balansujúcej na hranici „ohrozený insolventnosťou“. Pri globálnom pohľade na model, spadá podnik do kategórie nízko bonitných podnikov so zlou finančnou situáciou. Model bol najviac ovplyvnený nízkymi hodnotami cash flow a vysokým zadlžením.

3.6.2 Index bonity

ukazovatele	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Váhy indexu
X1 = CF/CZ	-0,001	0,026	0,001	0,004	-0,017	-0,003	1,5
X2 = A/CZ	1,097	1,392	1,130	1,126	1,135	1,117	0,08
X3 = EBT/A	0,047	-0,043	0,062	0,001	-0,005	-0,021	10
X4 = EBT/Výkony	0,022	-0,021	0,030	0,001	-0,003	-0,009	5
X5 = Zásoby/Výkony	0,086	0,083	0,089	0,097	0,111	0,114	0,3
X6 = Výkony/A	2,102	2,049	2,061	1,942	1,987	2,197	0,1
B_i	0,90	-0,15	1,10	0,34	0,23	0,09	-

Tabuľka 19 Index bonity

Index bonity je ako model primárne zameraný na rentabilitu (súčet váh indexu je 17,7 z ktorých 15 má rentabilitu), preto má celkový index B_i rovnaký trend ako rentabilita aktív. Z pohľadu tohto modelu môžem rozdeliť analyzované roky do troch skupín. Dobrú finančnú situáciu má podnik jedine v roku 2004, keď je index bonity väčší ako 1. Najhoršiu, hodnotenú ako zlú, má spoločnosť finančnú situáciu v roku 2003, zapríčinenú zápornými indexmi s najväčšími váhami (záporný hospodársky výsledok v ukazovateľoch X3 a X4). Ostatné roky sa podnik pohybuje v pásme „určitých problémov“. Priemerne nízke hodnoty indexu vznikli vďaka vysokej zadlženosti a nízkemu až zápornému výsledku hospodárenia. Pozitívne pôsobil ukazovateľ X6, ale s váhou 0,1 je jeho prínos zanedbateľný. Z pohľadu časového vývoja sa index bonity od roku 2004 znižuje tak, že ak tento trend vydrží prepadne sa do zóny zlej finančnej situácie už v roku 2008.

3.6.3 Grünwaldow index bonity

Grünwaldow index bonity patrí do skupiny modelov, ktoré vznikli v Českej republike, tak ich vypovedacia hodnota nie je skreslená rozdielmi v tržných podmienkach iných ekonomík. Je založený na 6 pomerových ukazovateľoch rozdelených do troch skupín rentability, likvidity a finančnej stability. Výpočet môžem rozdeliť do 4 krokov. Prvým je výpočet jednotlivých pomerových ukazovateľov za sledované obdobie. Potom nasleduje výpočet prijateľných hodnôt pre ukazovatele rentability. Prijateľná hodnota rentability vlastného kapitálu je vypočítaná ako aritmetický priemer súčinu sadzby dane z príjmu právnických osôb a ročnej úrokovej miere úverov³⁸. Pre rentabilitu celkových aktív je prijateľná hodnota určená ako aritmetický priemer ročnej úrokovej miery úverov

³⁸ Ročná úroková miera úverov je zistená ako podiel nákladových úrokov a súčtu dlhodobých záväzkov podniku.

spoločnosti. Zvyšné prípustné hodnoty ukazovateľov sú dané podľa literatúry³⁹, skúsený užívateľ finančnej analýzy si ich ale môže prispôbiť. Tretím krokom je prepočet ukazovateľov ich prijateľnými hodnotami. Výslednej hodnote je nakoniec priradená bodová hodnota.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ročná úroková miera úverov	14,08%	9,43%	9,95%	6,91%	8,25%	11,15%
Sadzba dane z príjmu PO	31,00%	31,00%	28,00%	26,00%	24,00%	24,00%
Zdanená úroková miera	9,71%	6,51%	7,17%	5,11%	6,27%	8,47%

Tabuľka 20 Úrokové miery a sadzby dane z príjmu

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	prijateľná hodnota
Rentabilita	ROE	52,67%	-89,83%	55,25%	1,26%	-4,45%	-20,23%	7,21%
	ROA	8,27%	-1,32%	8,47%	1,88%	1,64%	0,56%	9,96%
Likvidita	PPL	0,53	0,64	0,53	0,50	0,37	0,35	1,2
	NWC/Zásoby	-0,31	-0,06	-0,37	-0,41	-0,72	-0,71	0,7
Finančná stabilita	Doba splatenia dlhu	7,47	26,09	6,81	13,21	13,16	16,81	3,5
	Úrokové krytie	2,29	-0,45	3,78	1,08	0,76	0,21	2,5

Tabuľka 21 Výpočet Grünwaldowho indexu bonity

Ukazovatele rentability som podrobne popísal v podkapitole pomerových ukazovateľov. Prípustné hodnoty, hovoriace, že podnik by mal dosahovať vyššiu hodnotu ROE ako je súčin úrokovej miery a sadzby dane z príjmu, prekračuje podnik len v rokoch 2002 a 2004. ROA by mala byť vyššia ako je ročná úroková miera úverov spoločnosti. Ziskovosť celkových aktív však ani jeden rok nepresahuje úrokovú mieru úverov podniku.

Pohotová likvidita je hlboko pod prijateľnou hodnotou a časom sa ešte znižuje. Pomer čistého pracovného kapitálu a zásob je vďaka zápornému NWC negatívny a od roku 2004 sa prehľbuje.

Doba splácania dlhu, pomer cudzích zdrojov ku cash flow navýšeného o odpisy, je dlhodobo počas celé sledované obdobie nad prijateľnou hodnotou. V tomto prípade sa jedná o minimalizačný ukazovateľ, čím kratšia je doba splatenia dlhov cash flowom, tým lepšie.

Úrokové krytie, vyjadrujúce koľkokrát je zisk vyšší ako platené úroky je okrem roku 2004 pod stanovenou prijateľnou hodnotou.

ukazovatele		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rentabilita	ROE	3,00	0,00	3,00	0,18	0,00	0,00
	ROA	0,83	0,00	0,85	0,19	0,16	0,06
Likvidita	PPL	0,44	0,54	0,44	0,42	0,31	0,29
	NWC/Zásoby	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finančná stabilita	Doba splatenia dlhu	2,13	3,00	1,95	3,00	3,00	3,00
	Úrokové krytie	0,92	0,00	1,51	0,43	0,30	0,09
GIB		1,22	0,59	1,29	0,70	0,63	0,57

Tabuľka 22 Hodnotenie Grünwaldowho indexu bonity

³⁹ SEDLÁČEK, Jaroslav: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2007. ISBN 978-80-251-1830-6.

Grünwaldow index bonity bol vypočítaný ako aritmetický priemer prisúdených známok, pričom nulové hodnoty boli dosadené pri záporných číslach a hodnoty „3“ pri číslach väčších alebo rovných ako hodnota 3. Hodnotenie finančnej situácie podniku je prevedené podľa tabuľky uvedenej v teoretickej časti. Okrem intervalov hodnôt indexu GIB berie model do úvahy extra výšku pohotovej likvidity a úrokového krytia. Pevné zdravie podnik nedosahuje ani v jednom zo sledovaných rokov (hodnoty nie sú nikde väčšie ako 2) a kvôli hodnotám pohotovej likvidity, ktoré sa držia pod hodnotou „1“ sa podnik stále nachádza v pásme „živorenie“. Nebyť extra stanovených intervalov pre úrokové krytie a pohotovú likviditu by podnik dosahoval v rokoch 2002 a 2004 „dobré zdravie“ a vo zvyšných rokoch „slabé zdravie“. Index sa v čase od roku 2004 znižuje.

3.6.4 Sústava bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy

Zo systému bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy som v aplikačnej časti svojej práce využil Bilančnú analýzu I. a Bilančnú analýzu II. Spracované analýzy obsahujú výpočty vo forme tabuliek sprevádzaných grafmi a porovnanie výsledkov celkových ukazovateľov oboch rozborov.

Bilančná analýza I.

ukazovatele	2002	2003	2004	2005	2006	2007
S	0,16	0,10	0,22	0,21	0,21	0,20
L	0,24	0,30	0,25	0,23	0,17	0,16
A	1,05	1,02	1,03	0,97	0,99	1,10
R	4,21	-7,19	4,42	0,10	-0,36	-1,62
celkový ukazovateľ C₁	1,95	-2,79	2,05	0,23	0,03	-0,50

Tabuľka 23 Bilančná analýza I.

Bilančná analýza I. sa skladá zo 4 skupín ukazovateľov, pričom zástupcom každej skupiny je len jeden pomerový ukazovateľ, čo podstatne vplýva na vypovedaciu kvalitu modelu, ktorá je len ilustratívna. Nastavenie modelu na počiatočnú hodnotu 1 pomocou prepočtových násobiteľov umožňuje pomerne rýchly prehľad situácie podniku v jednotlivých kategóriách. Ak je hodnota väčšia ako 1 je podnik v danej oblasti „zelený“, naopak ak je hodnota menšia ako 0,5, či dokonca záporná možno v danej rovine očakávať problémy.

Prvé tri roky sú ovplyvnené najmä vysokými hodnotami rentability. Prudký pád bol v roku 2003 zapríčinený záporným prevádzkovým výsledkom hospodárenia. Od roku 2004 nastupuje postupný pokles finančného zdravia podniku pre dva najsilnejšie hodnotené koeficienty v analýze. Podnik sa dostáva do straty, čím klesá rentabilita do záporu. Poklesom pohľadávok a finančného majetku na jednej strane a rastom krátkodobých záväzkov na druhej strane sa znižuje aj likvidita.

Bilančná analýza II.

súhrnné ukazovatele	2002	2003	2004	2005	2006	2007
stability S	0,21	0,17	0,25	0,24	0,23	0,21
likvidity L	0,37	0,47	0,39	0,37	0,26	0,24
aktivity A	2,55	4,16	2,06	1,94	1,87	2,34
rentability R	2,43	-3,48	2,61	1,46	-0,60	-1,04
celkový ukazovateľ C₂	1,38	-0,92	1,43	0,94	0,03	-0,12

Tabuľka 24 Bilančná analýza II.

Pridelenie viacerých koeficientov ku každej zo 4 skupín je hlavným líšiacim prvkom od Bilančnej analýzy I. Zachytáva jednotlivé oblasti finančného zdravia komplexnejšie a zvyšuje tak šírku a silu vypovedacej schopnosti.

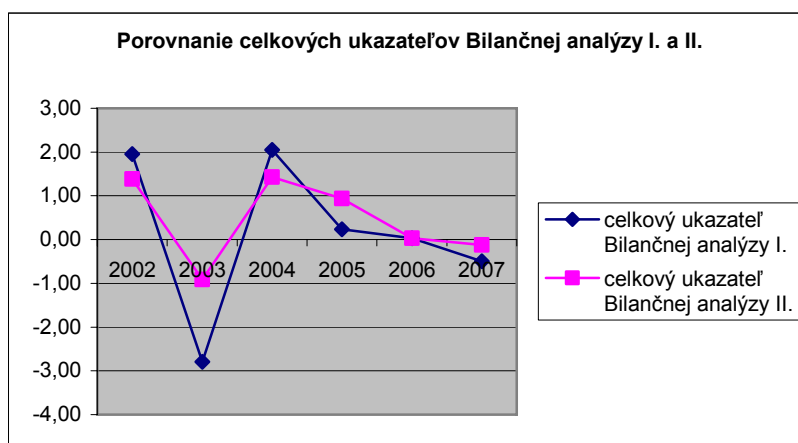
Všetky čiastkové koeficienty stability sú pod hodnotou 0,5, a tak po celé sledované obdobie sa stabilita podniku nachádza v pásme označovanom ako oblasť možných problémov.

Ukazovatele likvidity sa v modeli Rudolfa Douchu líšia od pôvodných pomerových ukazovateľov uvedených v predchádzajúcich podkapitolách, ale princíp, a tým pádom aj výsledok, zostáva rovnaký. Najnegatívnejší je ukazovateľ L4, pre záporné hodnoty pracovného kapitálu. Likvidita podniku je nižšia, ako norma, čo reflektujú aj hodnoty súhrnného ukazovateľa L. Z pohľadu úpadku sa od roku 2004 z roka na rok znižuje.

Ukazovatele aktivity zvyšujú počas 6 sledovaných rokov hodnotu celkového ukazovateľa C₂ minimálne. Ich váha v súhrnnom ukazovateli je najnižšia (1). Sú jedinou skupinou v sústave bilančných analýz, ktorá zodpovedá zdravému podniku. Z troch podrobníc tvoriacich celkový koeficient A je „najaktívnejší“ pomer štvrtinových tržieb k vlastnému kapitálu značiaci pomerne vysoké tržby k výške vlastného kapitálu.

Rentabilita, schopnosť zhodnocovať zverené finančné prostriedky, zohráva aj v tomto modeli kľúčovú rolu. V rokoch vykazujúcich zisk je hodnota koeficienta R väčšia ako jedna, čím ako ukazovateľ s najvyššou váhou podstatne zvyšuje celkovú hodnotu celkového ukazovateľa C₂. V rokoch hospodáriacich so stratou má ukazovateľ R opačný účinok.

Graf 17 Porovnanie Bilančných analýz



Zhrnutie a porovnanie výsledkov Bilančných analýz Rudolfa Douchy

Celkový ukazovateľ oboch bilančných analýz sa počíta ako vážený priemer koeficientov stability, aktivity, likvidity a rentability. Obe celkové ukazovatele disponujú rovnakými váhami na dané koeficienty s najväčšou váhou na rentabilite (5) a likvidite (4). Bilančná analýza II. má menšie medziročné výkyvy s menšími extrémami, ako znázorňuje graf. Počítaním s viacerými koeficientmi v jednej skupine a ich následným prepočtom čiastkovými ukazovateľmi⁴⁰ nabýva výsledný ukazovateľ nižšie hodnoty, pretože niektoré koeficienty vplyvajú pozitívnejšie iné negatívnejšie a celkový ukazovateľ je tak umiernennejší. Podstatným javom je, že trend oboch bilančných analýz je rovnaký. Podľa stupnice uvedenej v teoretickej časti vykazuje podnik v rokoch 2002 a 2004 „dobré finančné zdravie“ znižujúce sa v roku 2005 klasifikované na strednú hodnotu trojznámkovej stupnice. V nasledujúcich rokoch sa postupne podľa Bilančných analýz Rudolfa Douchy znižuje bonita podniku, v roku 2006 už spadá do stupňa „zlé zdravie podniku“.

3.6.5 Zhrnutie výsledkov bonitných modelov

V podkapitole sústavy pomerových ukazovateľov – bonitné modely som využil 4 bonitné modely Kralickov Quicktest, Index bonity, Grünwaldow index bonity a Bilančné analýzy Rudolfa Douchu. Najpresnejšie vypovedacie hodnoty by mali mať Grünwaldow index bonity a Bilančné analýzy Rudolfa Douchy, keďže boli vyvinuté v českom podnikateľskom prostredí.

Všetky 4 modely skúmajú rentabilitu a finančnú stabilitu, Grünwaldow index bonity sa zaoberá aj likviditou, Index bonity meria aj aktivitu. Najkomplexnejším ukazovateľom sú Bilančné analýzy Rudolfa Douchu, ktoré analyzujú všetky 4 spomínané skupiny pomerových ukazovateľov. Prvé 3 modely vykazujú rovnaký trend a zhodujú sa na rovnakej „diagnóze“ podniku v daných rokoch⁴¹. Podnik v roku 2002 hodnotia ako podnik s nízkou bonitou a určitými problémami. Rok 2003 je najhorším zo sledovaného obdobia, úplne najhoršie ohodnotenie nedostal jedine od Indexu bonity, ktorého klasifikačná stupnica je širšia. Naopak najlepším rokom bol rok 2004, kedy dosiahol podnik najlepšie výsledky a môže sa klasifikovať ako podnik s dobrým až priemerným finančným zdravím. Ďalšie roky sa bonita podniku postupne znižuje, v roku 2007 je takmer na hodnotách roku 2003. Bilančné analýzy Rudolfa Douchu hodnotia podnik v rokoch 2002 a 2004 ako podniky s dobrým finančným zdravím, ostatné roky hodnotia rovnako ako prvé tri modely. Trend kriviek všetkých modelov je rovnaký.

Dosiahnuté výsledky v aplikovaných modeloch mali rovnaké príčiny. Vysoká zadlženosť, záporná rentabilita a nízka likvidita. Jediným pozitívnym faktorom, ktorý sa mohol prejaviť len v Bilančných analýzach (je to dôvodom lepšieho hodnotenia podniku v tomto prípade a v prípade Indexu bonity) je vysoký obrat meraných položiek podniku.

⁴⁰ Čiastkovými ukazovateľmi sú myslené súhrnné ukazovatele pre jednotlivé skupiny S, L, A, R.

⁴¹ Za predpokladu, že Grünwaldow index bonity abstrahuje od požadovanej výšky pohotovej likvidity.

3.7 Sústavy pomerových ukazovateľov – Bankrotné modely

3.7.1 Altmanova formulácia bankrotu z roku 1983

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	váhy
A = NWC/A	-0,06	-0,01	-0,07	-0,08	-0,16	-0,18	0,717
B = ner.Z/A	-0,10	-0,15	-0,09	-0,09	-0,10	-0,13	0,847
C = EBIT/A	0,08	-0,01	0,08	0,02	0,02	0,01	3,107
D = ZK/CZ	0,20	0,19	0,22	0,21	0,24	0,24	0,42
E = A/T	2,08	2,05	2,06	1,92	1,98	2,17	0,998
Z_i 1983	2,29	1,96	2,29	1,93	1,93	2,05	-

Tabuľka 25 Altmanov model r. 1983

Altmanovo Z-skóre vzniklo primárne pre podniky s verejne obchodovateľnými akciami, vo vyspelejšej kapitalistickej ekonomike. Jeho výpovedná schopnosť pre podniky vzišlé aj niekoľko rokov po centrálne riadenom hospodárstve je tak neúplná. Zároveň bol pôvodný model prerobený, aby mohol byť využitý aj pri podnikoch s neverejne obchodovanými akciami resp. spoločnostiach s inou právnou formou.

Podnik sa podľa Altmanovej formulácie bankrotu z r. 1983 nachádza v šedej zóne nevyhranených výsledkov ($Z_i = 1,2 - 2,9$) po celé sledované obdobie. Znamená to, že sa nedá presne určiť vážnosť finančnej situácie podniku, ale pravdepodobnosť bankrotu je v blízkej budúcnosti malá. Podobne ako Index bonity prikladá jednoznačne najväčšiu váhu rentabilite, konkrétne rentabilite aktív. Index sa v čase vyvíja rovnako ako indexy bonitných modelov, ale posledný rok opätovne stúpa. Kvôli neschopnosti zaradenia podniku do jednoznačnej kategórie po celé obdobie pochybujem správnosti vypovedacej hodnoty daného modelu.

3.7.2 Altmanova formulácia bankrotu z roku 1995

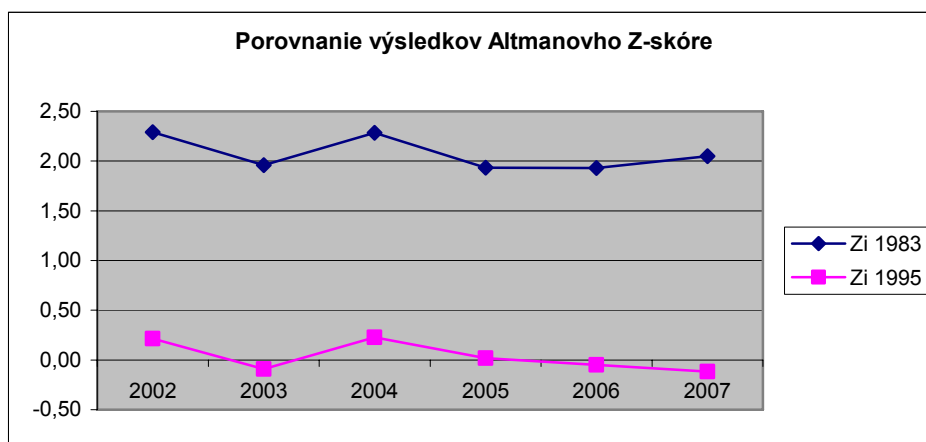
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	váhy
A = NWC/A	-0,06	-0,01	-0,07	-0,08	-0,16	-0,18	6,56
B = ner.Z/A	-0,10	-0,15	-0,09	-0,09	-0,10	-0,13	3,26
C = EBIT/A	0,08	-0,01	0,08	0,02	0,02	0,01	6,72
D = ZK/CZ	0,20	0,19	0,22	0,21	0,24	0,24	1,05
Z_i 1995	0,21	-0,09	0,23	0,02	-0,05	-0,12	-

Tabuľka 26 Altmanov model r. 1995

V druhej tabuľke Altmanovho Z-skóre sú vynovené váhy jednotlivých indexov. Zmenou váh jednotlivých ukazovateľov sa celkové Z-skóre jednoznačne zmenšilo. Najväčšou zmenou je vynechanie indexu E, ktorý najviac zvyšoval hodnotu celkového Z-skóre a priradenie vysokej váhy na pomer celkových aktív a pracovného kapitálu, v tomto prípade jasne znižujúceho celkový index Z_i . Oproti klasifikácii podniku v „šedej zóne nevyhranených výsledkov“ sa pri vynovenom Z-skóre

nachádza podnik jednoznačne v zóne bankrotu. V nasledujúcom grafe uvádzam porovnanie výsledkov Altmanovho Z-skóre z rokov 1983 a 1995.

Graf 18 Porovnanie Altmanových modelov



3.7.3 Beermanova diskriminačná funkcia

Beermanova diskriminačná funkcia sa oproti ostatným modelom líši opačnou hodnotovou ideológiou, keďže cieľom podniku je dosiahnuť čo najnižších hodnôt. Používa sa hlavne pri výrobných podnikoch, ktorými papierne sú. Obmedzenie modelu z pohľadu interného analytika je v nedokonalom zistení výšky odpisov dlhodobého majetku.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	váhy
x1	0,147	0,165	0,137	0,132	0,132	0,163	0,217
x2 ⁴²	-0,146	-0,770	-0,110	0,074	0,020	-0,775	-0,063
x3	0,022	-0,021	0,030	0,001	-0,003	-0,009	0,012
x4	0,340	0,330	0,027	0,036	0,005	0,000	0,077
x5	0,087	0,083	0,089	0,098	0,111	0,116	-0,105
x6	-0,002	0,022	0,002	0,004	-0,018	-0,003	-0,813
x7	0,758	0,816	0,765	0,786	0,866	0,893	0,165
x8	0,047	-0,043	0,062	0,001	-0,005	-0,021	0,161
x9	2,080	2,053	2,062	1,921	1,984	2,170	0,268
x10	0,062	-0,052	0,081	0,002	-0,006	-0,023	0,124
BDF_i	0,76	0,75	0,73	0,66	0,70	0,80	-

Tabuľka 27 Beermanova diskriminačná funkcia

Hodnoty BDF_i sa pohybujú medzi 0,66 až 0,8 čo zaraďuje podnik v klasifikačnej stupnici do intervalu „zlá finančná situácia“. Prvé tri roky vykazujú takmer rovnaké hodnoty, v roku 2005 index klesá na svoje minimum v danom časovom období a nasledujúce roky opäť rastie. Rast ukazovateľa BDF_i je znakom zhoršujúcej sa finančnej situácie. Dôveryhodnosť modelu znižujú záporné hodnoty niektorých ukazovateľov, ktoré umelo znižujú celkový index (napr. ukazovateľ X3 je v rokoch 2003, 2006 a 2007

⁴² Počítam s celkovými odpismi (dlhodobý hmotný aj nehmotný majetok).

záporný, čo síce znižuje hodnotu BDF_i , ale v praxi sa záporný hospodársky výsledok za pozitívum nepokladá).

3.7.4 Tafflerov bankrotný model

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	váhy
$R1 = EBT/KZ$	0,09	-0,09	0,12	0,00	-0,01	-0,03	0,53
$R2 = OA/CK$	0,49	0,69	0,53	0,51	0,50	0,54	0,13
$R3 = KZ/A$	0,50	0,48	0,52	0,51	0,60	0,66	0,18
$R4 = T/A$	2,08	2,05	2,06	1,92	1,98	2,17	0,16
T	0,54	0,44	0,56	0,47	0,49	0,52	-

Tabuľka 28 Tafflerov bankrotný model

Ak je hodnota T väčšia ako 0,3 je podnik podľa Tafflera hodnotený ako podnik s malým rizikom bankrotu. Túto podmienku podnik spĺňa po celých 6 rokov. Najväčšiu váhu v modeli má ukazovateľ R1, ktorý je jednoznačne po celé sledované obdobie najnižší (ovplyvnený už analyzovaným trendom hospodárskeho výsledku). Kompenzujú to však ostatné tri, vykazujúce uspokojivé hodnoty. Pomer obežných aktív a cudzieho kapitálu a pomer krátkodobých záväzkov a celkových aktív je v čase stabilný, zhruba v pomere 1:2. Ukazovateľ obratu aktív je v porovnaní s konkurenciou vyšší, a preto pôsobí na celkový index T pozitívne. Tafflerov model je prvý z použitých modelov vykazujúci uspokojivé hodnoty zodpovedajúce nízkemu riziku bankrotu.

3.7.5 Index IN05

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	váhy
$A = A/CK$	1,10	1,05	1,13	1,13	1,14	1,12	0,13
$B = EBIT/NU$	2,29	-0,45	3,78	1,08	0,76	0,21	0,04
$C = EBIT/A$	0,08	-0,01	0,08	0,02	0,02	0,01	3,97
$D = Výn/A$	2,10	2,06	2,07	1,95	2,05	2,21	0,21
$E = OA/KZ$	0,89	0,98	0,87	0,85	0,73	0,73	0,09
IN05	1,08	0,59	1,15	0,75	0,74	0,71	-

Tabuľka 29 Index IN05

Index IN05, je najnovší z radu indexov IN a spája pohľad veriteľa a vlastníka. Zahŕňa pomerové ukazovatele rentability (C), aktivity (D) a zadlženosti (A,B,E). Sledované roky môžeme rozdeliť na lepšie obdobie, ktorým sú roky 2002 a 2004, kedy sa podnik nachádza v šedej zóne nevyhranených výsledkov a horšie obdobie (ostatné roky), keď spadá do pásma „podnik je ohrozený vážnymi finančnými problémami“.

3.7.6 Bankrotný model podľa W.H. Beavera

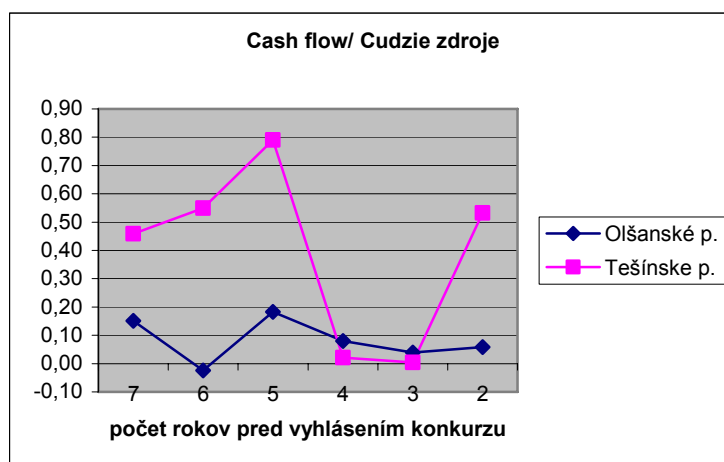
W.H. Beaver určil 6 pomerových ukazovateľov, ktoré podľa jeho výskumu preukázali štatisticky najvýznamnejšie rozdiely medzi zdravými a upadajúcimi podnikmi. Rozdielom medzi mojím a Beaverovým postupom je počet rokov pred úpadkom. Môj model pracuje s 2 až 7 rokmi pred úpadkom podniku a porovnáva skúmaný podnik Olšanské papírny so zdravým podnikom Tešínske papírny. Porovnanie podnikov má v tomto prípade najmä ilustratívnu funkciu. Tabuľky zachytávajú konkrétne vypočítané hodnoty a udávajú hraničné hodnoty stanovené W.H. Beaverom.

Olšanské papírny	doporučená hodnota	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Netto CF prov./ CZ	0,4	0,15	-0,02	0,18	0,08	0,04	0,06
2. HV/ Aktíva	0,0	0,05	-0,04	0,06	0,00	-0,01	-0,02
3. CZ/ Aktíva	0,4	0,91	0,95	0,88	0,89	0,88	0,90
4. Prac. Kap./ Aktíva	0,3	-0,06	-0,01	-0,07	-0,08	-0,16	-0,18
5. BL	5,0	0,89	0,98	0,87	0,85	0,74	0,73
6. FM - Kr. CZ	0,0	-436 350,00	-414 182,00	-414 591,00	-420 966,00	-443 545,00	-466 067,00

Tešínske papírny	doporučená hodnota	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Netto CF prov./ CZ	0,4	0,46	0,55	0,79	0,02	0,00	0,53
2. HV/ Aktíva	0,0	0,05	0,05	0,04	0,02	-0,13	0,04
3. CZ/ Aktíva	0,4	0,33	0,24	0,31	0,33	0,21	0,26
4. Prac. Kap./ Aktíva	0,3	-0,42	-0,08	-0,43	-0,47	-1,21	-1,17
5. BL	5,0	20,98	17,85	6,33	5,62	12,24	7,96
6. FM - Kr. CZ	0,0	12 511,00	5 978,00	7 359,00	-9 362,00	2 259,00	-2 380,00

Tabuľka 30 Beaverov model

Graf 19 Beaver 1.

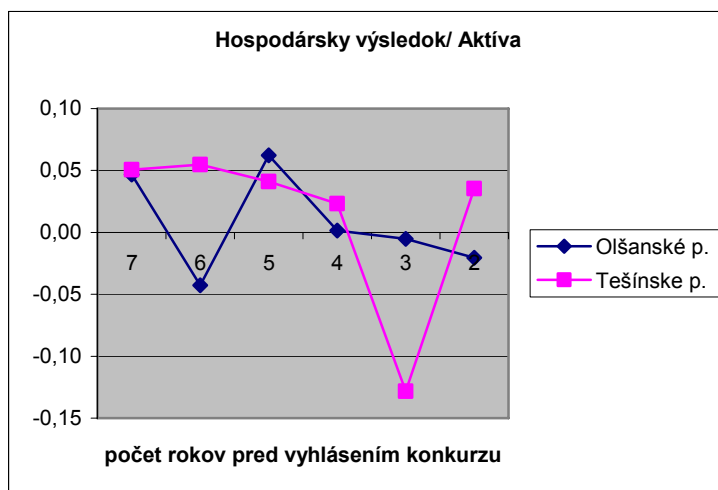


1. Cash flow/ Cudzie zdroje

Cash flow/ cudzie zdroje je podľa W.H. Beavera jeden z dvoch najvýznamnejších ukazovateľov, keďže v jeho výskume dokázal priradiť najväčšie percento podnikov do správneho súboru (2 súbory zdravých a problémových podnikov). Skúmaný podnik je aj 7. rok pred úpadkom hlboko pod

hraničnou hodnotou (najlepší pomer CF/CZ dosahuje 5 rokov pred vyhlásením konkurzu, čo je aj tak len necelá polovica doporučenej hodnoty 0,4) a blíženiím sa k súčasnosti naďalej klesá. Naopak podnik Tešínske papírny, ako porovnávajúci prosperujúci podnik, sa okrem rokov 2005 a 2006 nachádza v “zelenom” pásme s hodnotami bezpečne presahujúcimi hraničnú hodnotu 0,4.

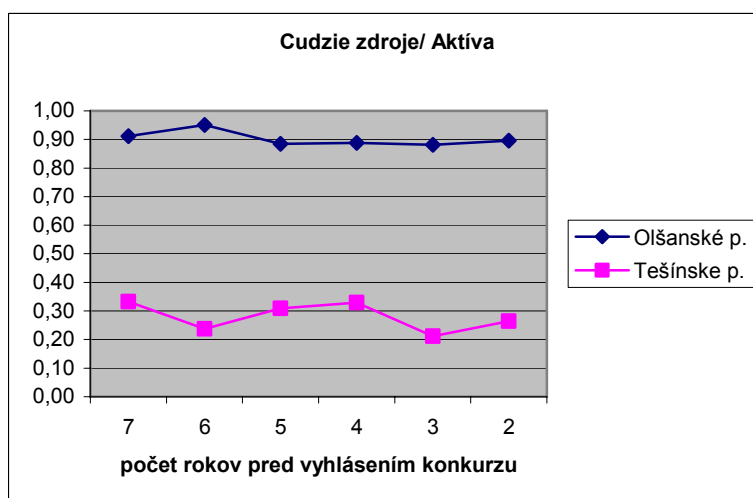
Graf 20 Beaver 2.



2.Hospodársky výsledok/ Aktíva

Druhým najspoľahlivejším ukazovateľom podľa W.H. Beavera je pomer HV/ A. Doporučená hodnota pre tento pomer je 0,0. Výška aktív vždy presahuje hodnotu dosiahnutého zisku resp. straty mnohonásobne, takže vypočítané čísla sú vždy niekde okolo nuly. Podstatné je, na ktorej sú poloosy x, kladnej či zápornej. Ihneď ako sa dostanú pod nulovú hranicu, znamená to, že podnik vykazuje stratu. Krivka skúmaného podniku od 5. roku pred úpadkom stabilne klesá a v 3. teda v roku 2006 je už v zápornom poli. Najpodstatnejším faktorom je teda, výška dosiahnutého hospodárskeho výsledku.

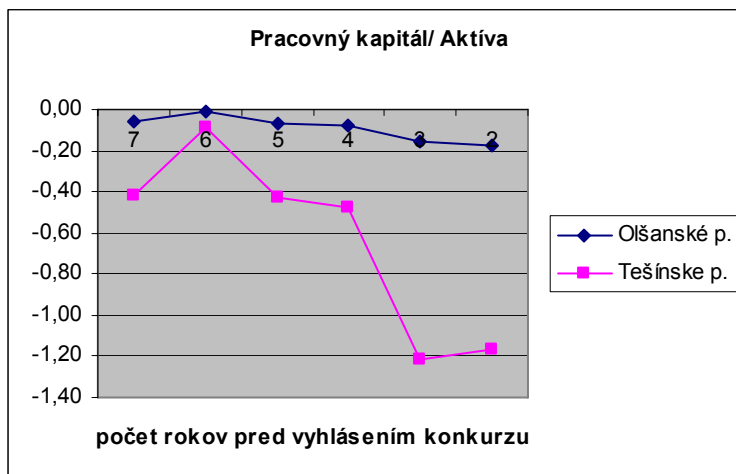
Graf 21 Beaver 3.



3.Cudzíe zdroje/ Aktíva

Hraničná hodnota zadlženia podľa W.H. Beaver je 40%. Z tabuľky je zrejmé, že skúmaný podnik je priemerne zadlžený z 90%. Znamená to, že k desiatim korunám vlastných zdrojov pripadá 9 korún cudzích zdrojov. Vypočítané hodnoty zadlženia podnikov ich príkladne delia do svojich polovic grafu, pričom deliaca priamka je na hodnote 0,4.

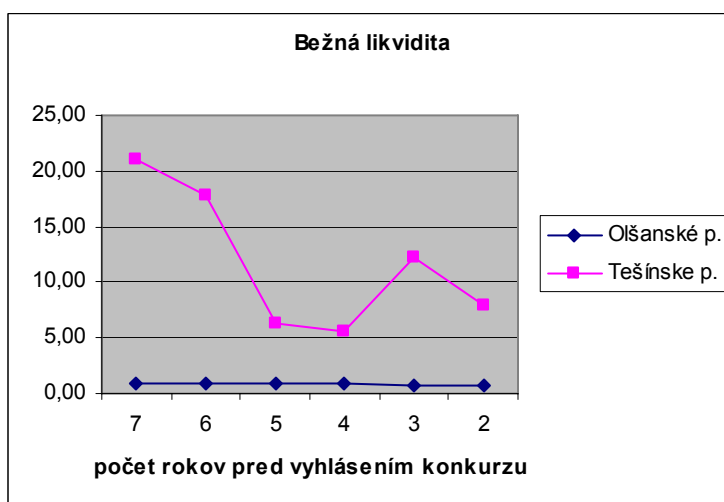
Graf 22 Beaver 4.



4.Pracovný kapitál/ Aktíva

Pomer pracovného kapitálu a aktív by mal presahovať hranicu 30%. V tomto prípade vidíme, že ani jeden z podnikov nemá kladný pracovný kapitál. Pre záporné hodnoty pracovného kapitálu vykazuje zdravý porovnávajúcí podnik dokonca horšie hodnoty ako podnik skúmaný. Je to teda prvý ukazovateľ, ktorý by sa v tomto prípade pri klasifikácii podnikov pomýlil. Podľa tohto pomerového ukazovateľa by zaradil podnik Tešínske papírny do skupiny podnikov vo finančnej tiesni.

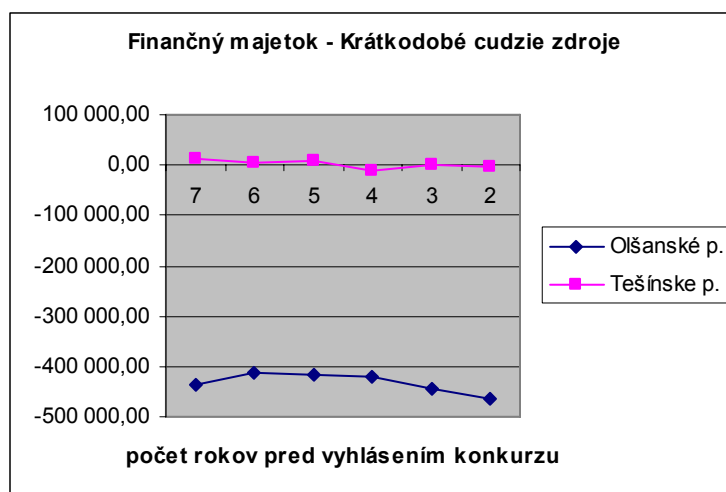
Graf 23 Beaver 5.



5.Bežná likvidita

Výhodami a nevýhodami vysokej či nízkej likvidity som sa zaoberal už v predchádzajúcich podkapitolách. Hraničná hodnota podľa W.H. Beavera je 5. Skúmaný podnik, ako vidno z grafu, spĺňa tento limit len z približne jednej pätiny.

Graf 24 Beaver 6.



6.Finančný majetok – Krátkodobé cudzie zdroje

Podľa W.H. Beavera by sa rozdiel medzi finančným majetkom a krátkodobými cudzími zdrojmi mal rovnať alebo byť väčší ako nula. Podnik by mal držať takú hodnotu vo finančnom majetku, aby pomocou nej dokázal splatiť všetky svoje krátkodobé dlhy. Rozdiel skúmaného podniku sa po celých 5 sledovaných rokov pohybuje v hlbokom zápore, čo znamená, že krátkodobé cudzie zdroje vysoko prevyšujú finančný majetok. Porovnávajúcí podnik sa drží v pásme kladných hodnôt okrem 4. a 2. roku pred úpadkom, kedy je záporný.

Zhrnutie Beaverovej profilovej analýzy

Beaverov model zaraďuje podnik Olšanské papírny v každej profilovej analýze do kategórie podnikov ohrozených bankrotom. Len v prvých dvoch analýzach v rokoch 2002 a 2004 dosahuje nadštandardné hodnoty. Celkový trend všetkých kriviek sa zhoršuje. Naproti tomu stojí porovnávaný podnik, ktorý len s určitými nedostatkami (negatívny NWC) možno zaradiť medzi „zdravé podniky“ neohrozené krachom.

3.7.7 Zmijewského model

Zmijewského model počíta na základe probit analýzy pravdepodobnosť bankrotu podniku. Ak je vyššia pravdepodobnosť väčšia ako 50%, podnik sa zaraďuje do kategórie podnikov v ohrození bankrotu. Na výpočet som použil koeficienty pôvodného modelu.

ukazovatele	konštanta	koeficienty	2002	2003	2004	2005	2006	2007
			prepočítané skóre	prepočítané skóre	prepočítané skóre	prepočítané skóre	prepočítané skóre	prepočítané skóre
X1 = EAT/A	1,8138	-4,51300	-0,3817	0,3486	-0,5099	-0,0115	0,0426	0,1681
X2 = CZ/A	1,8138	5,67900	9,3885	9,7939	9,1150	9,1448	9,0721	9,2236
X3 = OA/KZ	1,8138	0,00400	0,0064	0,0071	0,0064	0,0062	0,0053	0,0053
X	1,8138	-4,33600	-7,8646	-7,8646	-7,8646	-7,8646	-7,8646	-7,8646
Σ			1,1486	2,2850	0,7468	1,2749	1,2555	1,5324
Pr(Bkrpt)			76%	91%	68%	78%	78%	82%

Tabuľka 31 Zmijewského model

Pravdepodobnosti presahujúce hodnoty 68% radia podnik po celé obdobie jednoznačne do kategórie ohrozených bankrotom. Najvyššia pravdepodobnosť je v roku 2003 až 91%. V roku 2004 sa síce znížila, ale nasledujúce roky vykazuje opätovne rastúci trend.

3.7.8 Zhrnutie výsledkov bankrotných modelov

V podkapitole sústavy pomerových ukazovateľov – bankrotné modely som využil 7 bankrotných modelov: Altmanovo Z-skóre z rokov 1983 a 1995, Tafflerov bankrotný model, Beermanovu diskriminačnú funkciu, Beaverovu profilovú analýzu, Index IN05 a Zmijewského model. Zo všetkých použitých modelov bol len Index IN05 vytvorený originálne pre české podnikateľské prostredie. Vypovedaciu hodnotu ostatných modelov treba chápať pri analýze českého podniku ako viac alebo menej obmedzenú, keďže sa jedná o zahraničné modely.

Jediným jednorozmerným modelom je Beaverova profilová analýza a Zmijewského model sa od ostatných odlišuje svojim základom postaveným na probit analýze, kým ostatné modely sú založené na diskriminačnej analýze. Použitím Altmanovho Z-skóre z rokov 1983 a 1995 je vidieť potrebu aktualizácie modelov v čase. Dôvodom je neustále sa meniace a vyvíjajúce podnikateľské prostredie a dôraz na menej účtovne ovplyvniteľné položky.

Aplikované modely sa podľa ich výsledkov dajú rozdeliť do troch skupín. Prvou a najpočetnejšou skupinou sú modely, ktoré zaradili podnik do kategórie podnikov ohrozených bankrotom. Altmanov model z r.1983 zaradil analyzovaný podnik do šedej zóny nevyhranených výsledkov a Tafflerov bankrotný model jediný stanovil situáciu skúmaného podniku po celých 6 sledovaných rokov ako dobrú, bez hroziaceho bankrotu.

3.7.9 Popis a percentuálna úspešnosť použitých bonitných a bankrotných modelov

Uvedené percentá v riadkoch bonitných a bankrotných modelov určujú pravdepodobnosť bankrotu danej skupiny modelov v danom roku. Posledný riadok uvádza pravdepodobnosť bankrotu všetkých modelov v každom roku zvlášť. Konečný stĺpec uvádza pravdepodobnosť bankrotu počas sledovaného

obdobia za jednotlivé modely zvlášť, za bonitné modely a bankrotné modely ako celok a za všetky použité sústavy modelov v bakalárskej práci.

Grünwaldov index bonity, Altmanov model z r.1995, Beermanov model, Beaverov model a Zmijewského model majú 100% predikciu bankrotu, čo značí že každý sledovaný rok radia podnik do kategórie ohrozených bankrotom. Aj keď podnik po finančnej situácii na tom nie je dobre, čiastočné výkyvy k lepšiemu tam sú, ako je možno vidieť v poslednom riadku tabuľky. Najnižšiu pravdepodobnosť bankrotu má podnik v rokoch 2002 a 2004. Trend sa od roku 2005 zhoršuje. Preto si myslím, že vypovedacia hodnota uvedených modelov je spochybniteľná. Najhoršie dopadol Tafflerov model, ktorý predpovedal dobré finančné zdravie bez hrozby bankrotu po celé obdobie a Altmanov model z r.1983 s Indexom bonity, ktoré nevedeli presne určiť situáciu podniku.

Za modely s najpresnejšou vypovedacou schopnosťou pokladám Kralickov Quicktest, Bilančné analýzy Rudolfa Douchu a Index IN05, ktorých indikácia bankrotu sa počas rokov menila v neustále sa opakujúcom trende (roky 2002 a 2004 boli relatívne dobré, rok 2003 najhorší a od roku 2005 sa situácia podniku zhoršovala, v roku 2007 takmer na úroveň roku 2003). Úspech týchto modelov prikladám čiastočne pre ich Český pôvod zo 67%. Celková pravdepodobnosť bankrotu všetkých modelov po celé skúmané obdobie je 68%.

Tabuľka 32 Zhrnutie výsledkov modelov

Modely	2002	2003	2004	2005	2006	2007	pravdepodobnosť bankrotu v %
Bonitné modely	50%	100%	20%	75%	100%	100%	70%
Kralickov Quicktest	zlá finančná situácia	ohrozený insolventnosťou	dobrá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	83%
Index bonity	určité problémy ⁴³	zlá finančná situácia	dobrá finančná situácia	určité problémy	určité problémy	určité problémy	50%
Grünwaldow index bonity	živorenie	živorenie	živorenie	živorenie	živorenie	živorenie	100%
Bilančná analýza I.	dobré zdravie podniku	zlé zdravie podniku	dobré zdravie podniku	zlé zdravie podniku	zlé zdravie podniku	zlé zdravie podniku	67%
Bilančná analýza II.	dobré zdravie podniku	zlé zdravie podniku	dobré zdravie podniku	únosné zdravie podniku	zlé zdravie podniku	zlé zdravie podniku	50%
Bankrotné modely	57%	71%	57%	71%	71%	71%	67%
Altmanov model r.1983	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	0%
Altmanov model r.1995	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	100%
Beermanov model	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	zlá finančná situácia	100%
Tafflerov model	nebankrotuje	nebankrotuje	nebankrotuje	nebankrotuje	nebankrotuje	nebankrotuje	0%
Index IN05	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	bankrotuje	pásmo šedej zóny/nebankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	67%
Beaverov model	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	100%
Zmijewského model	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	bankrotuje	100%
pravdepodobnosť bankrotu v % celkovo	55%	83%	42%	73%	83%	83%	68%

3.8 Medzipodnikové porovnanie

3.8.1 Spider analýza

Na záver praktickej časti uvádzam jednu z metód porovnania medzi podnikmi, Spider analýzu. V celkovej koncepcii bakalárskej práce, obsahujúcej najmä modely hodnotenia finančnej situácie a stability podniku, má Spider analýza doplnkový význam. Jej hlavnou úlohou je poskytnúť čitateľovi komplexný pohľad na podnik pomocou 4 skupín najdôležitejších ukazovateľov v porovnaní s odvetvím, v ktorom sa podnik angažuje. Ďalším využitím je poukázanie na zaostalosť podnikových činností za oborom, ktoré časom uviedli podnik do finančnej tiesne. Spider analýzu, ako metódu

⁴³ Označenie situácie podniku „určité problémy“ sa nachádza presne v strede 5 bodovej stupnice, a neprikláňa sa k žiadnemu zo stavov (bankrotujúci, nebankrotujúci).

medzipodnikového porovnania, som si vybral pre jej prehľadnú vypovedaciu funkciu, flexibilitu použitých zrovnávajúcich kritérií a jej komplexnosť pri hodnotení situácie podniku.

Ako porovnávací objekt som si stanovil celé papierenské odvetvie. Dáta pre jednotlivé ukazovatele odvetvia som čerpal zo stránky českého štatistického úradu, kde podľa typologického delenia spadá podnik Olšanské papírny a.s. do skupiny „Papírenský a polygrafický průmysl, vydavatelská činnost“. Skúmaný podnik síce nevykonáva všetky činnosti pomerne širokého odboru papiernictva, ale pre nedostatok informácií som od tohto rozdielu musel abstrahovať.

Vo svojej práci som si zvolil 13 porovnávacích pomerových ukazovateľov. Dôvodom zníženia z pôvodných 16 bol nedostatok potrebných štatistických dát. Zvolené skupiny porovnania zostali nezmenené, využitých bolo týchto 13 indikátorov s nasledujúcimi obmedzeniami:

A1 – rentabilita vlastného kapitálu ROE	B1 – cash likvidita
A2 – rentabilita tržieb ROS	B2 – rýchla likvidita
A3 – rentabilita celkových aktív	B3 – bežná likvidita
C2 – cudzie zdroje / vlastný kapitál	D1 – obrat aktív
C3 – vlastný kapitál / stále aktíva	D2 – doba obratu pohľadávok
C4 – doba obratu záväzkov	D3 – doba obratu zásob
C4 – vlastný kapitál / aktíva	

- Abstrahujem od položiek rozvahy „časové rozlíšenie“.
- Všetky využité ukazovatele počítajúce doby obratu používajú v čitateli celkové položky (napr. celkové pohľadávky namiesto len pohľadávok z obchodného styku).
- Absencia položky krátkodobého finančného majetku bola nahradená výpočtom: celkový finančný majetok * k. Koeficient „k“ bol vypočítaný podielom celkového dlhodobého finančného majetku a celkového krátkodobého finančného majetku všetkých spracovateľských podnikov v ČR.
- Podobným spôsobom boli vyrátané aj krátkodobé záväzky.

Uvedené obmedzenia sa dotkli likvidity a aktivity. Pre transparentnejší výsledok analýzy by bolo možné priradiť týmto dvom skupinám menšie váhy, ale za cenu väčšej neprehľadnosti. Tá je prioritou tohto modelu, a preto ponechám každej skupine váhu „1“.

Po vypočítaní pomerových ukazovateľov odvetvia a priradení hodnôt rovnakých indikátorov skúmaného podniku vznikla tabuľka 33. Tretí stĺpec s označením „%“ uvádza z koľkých percent dosahuje skúmaný podnik hodnotu celkového oboru, ak je hodnota skúmaného podniku nižšia. V opačnom prípade hovorí o koľko percent daný podnik hodnoty oboru prevyšuje.

Stĺpec „%“ = hodnota skúmaného podniku * 100% / hodnota odvetvia

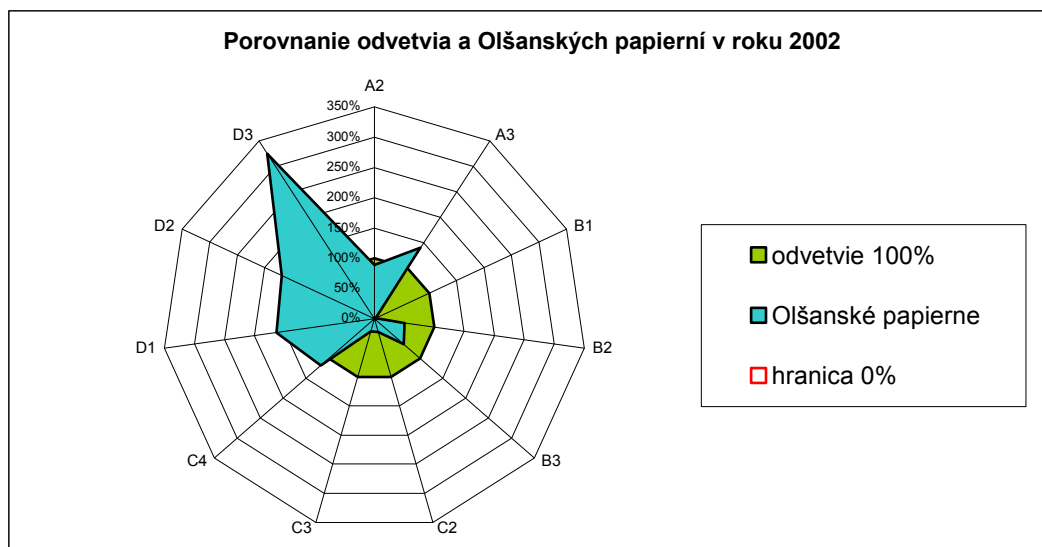
V prípade položiek, o ktoré sa podniky snažia minimalizovať platí:

Stĺpec „%“ = hodnota odvetvia * 100% / hodnota skúmaného podniku

Tabuľka 33 Spidergramy podniku Olšanské papírny a odvetvia v rokoch 2002 a 2006

spider analýza			2002		2006		
ukazovatele	odvetvie	Olšanské p.	%	odvetvie	Olšanské p.	%	
A1 ROE	7,91%	52,67%	666%	14,66%	-4,45%	-30%	
A2 ROS	2,52%	2,24%	89%	5,98%	-0,26%	-4%	
A3 ROA ⁴⁴	3,24%	4,53%	140%	7,39%	-2,00%	-27%	
B1 Cash likvidita	0,228	0,005	2%	0,185	0,022	12%	
B2 Rýchla likvidita	1,054	0,527	50%	1,226	0,371	30%	
B3 Bežná likvidita	1,373	0,887	65%	1,578	0,736	47%	
C1 CZ/VK	1,44	10,29	714%	0,98	7,52	764%	
C2 VK/Stále A	0,71	0,16	23%	0,94	0,21	23%	
C3 VK/A	0,41	0,09	22%	0,50	0,12	23%	
C4 DO záväzkov	101,79	86,57	118%	110,89	156,07	71%	
D1 Obrat A	1,24	2,02	163%	1,16	1,83	157%	
D2 DO pohľadávok	76,48	45,36	169%	96,74	37,77	256%	
D3 DO zásob	101,79	31,32	325%	110,89	40,02	277%	

Graf 25 Spidergram r. 2002



V roku 2002 sú všetky ukazovatele plusové, preto ani hranica deliaca kladnú časť od negatívnej nie je potrebná. Najvýraznejšie prekonáva podnik odvetvie v rentabilite vlastného kapitálu, ktorá bola náročky kvôli prehľadnejšiemu grafu vynechaná. ROE analyzovaného podniku je takmer o 45% väčšia, čo je nárast oproti celej sfére o 666%.

Všetky ukazovatele likvidity sú výrazne podpriemerné. Najnižšia je cash likvidita (okamžitá likvidita) dosahujúca len 2% odboru. Podnik drží oveľa menej krátkodobého finančného majetku oproti krátkodobým záväzkom ako väčšina konkurentov v danom čase.

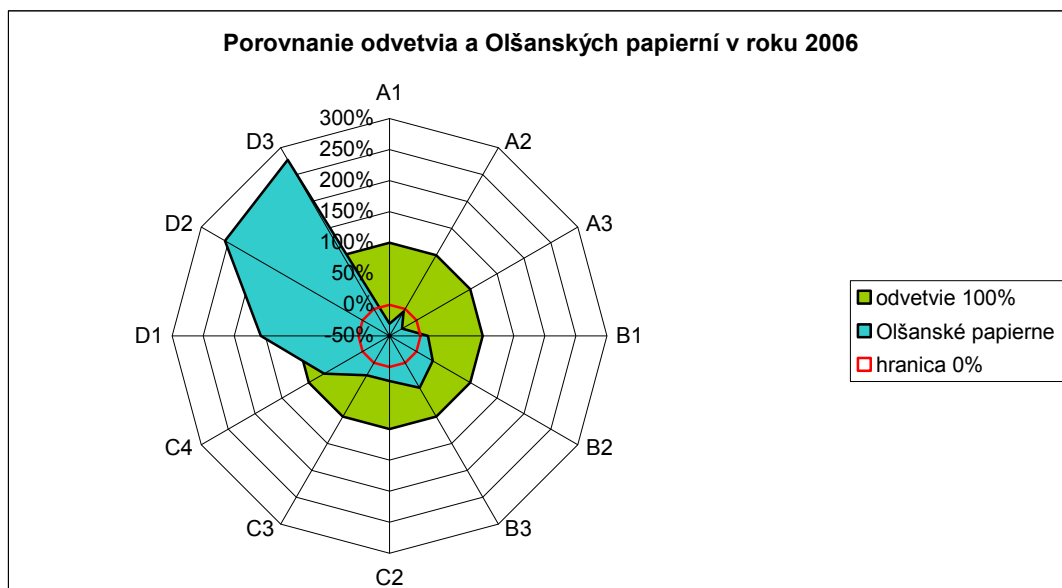
⁴⁴ Počíta so ziskom po zdanení a splatení úrokov.

Ďalší tabuľkový ukazovateľ, ktorý chýba v grafe je pomer cudzích zdrojov k vlastnému kapitálu prevyšujúci 714%. Dôvodom je vysoká hodnota zadlženosti oproti veľmi nízkemu vlastnému kapitálu. Indikátory C2 a C3 sú pre nízky vlastný kapitál rovnako pod priemerom. Jediným nadpriemerom je platobná disciplína podniku, v porovnaní o 15 dní kratšia. Ukazovatele likvidity a zadlženosti sa radia medzi indikátory, ktorých výšku je potreba optimalizovať (extrémne vysoké či nízke hodnoty sú väčšinou nevýhodou), preto slúžia tieto ukazovatele viac na porovnanie a ich hodnotiaci účinok je menej výrazný.

Dobrá platobná morálka obchodných partnerov, rýchle „točenie“ zásob a vyše dvojnásobné tržby z predaja vyrobených výrobkov oproti celkovým aktívam vytiahli sektor aktivity značne nad odvetvový priemer.

Pri celkovom pohľade na graf sú sektory likvidity a zadlženosti tak výrazne pod priemerom, že sa dá uvažovať o extrémnej situácii. Výrazné podkapitalizovanie podniku vlastnými zdrojmi je vidieť aj v medzipodnikovom porovnaní 6 rokov pred vstupom podniku do konkurzu.

Graf 26 Spidergram r. 2006



Spidergram roku 2006 som vybral ako porovnávajúci graf po 4 rokoch. Zásadným rozdielom je potreba záporného pásma hodnôt značeného červenou kružnicou. Rentabilita klesla z výrazne nadpriemerných čísel do záporu, čo je najvýraznejšia odlišnosť celého diagramu. Konkurencia schopnosť pri zápornej rentabilite a v porovnaní s odvetvím, ktoré je o takmer 20% výnosnejšie je z dlhodobého hľadiska neudržateľná. Zo sektoru likvidity klesla bežná a pohotovú likvidita, čo značí pokles menej likvidnej zložky obežných aktív. Zadlženosť ani aktivita sa viditeľnejšie nezmenili. Podnik nezvýšil vlastné zdroje financovania a zachoval si rýchly obrat.

4 Záver

Cieľom tejto bakalárskej práce bolo zistiť finančnú situáciu podniku Olšanské papírny a.s. 2 až 7 rokov pred jej úpadkom, pomocou vybraných metód a postupov finančnej analýzy a na základe výsledkov zistiť, či sa dal nastaný úpadok predvídať.

Podnik som analyzoval počas 6 rokov jeho existencie, počínajúc rokom 2002 a končiac rokom 2007. Počas tohto obdobia klesla bilančná suma z 874 mil. Kč o 150 mil. Kč. Príčinou poklesu bol predaj strojov, automobilov a iného dlhodobého hmotného majetku na strane stálych aktív a pokles krátkodobých pohľadávok na strane obežného majetku. Naopak, zvýšila sa položka zásob, a to najmä zložka dokončených výrobkov, čo značí zvyšovanie nepredaných výrobkov podniku.

Výsledok hospodárenia mal zásadný vplyv na výpovedné hodnoty väčšiny aplikovaných modelov finančnej analýzy. V roku 2002 bol kladný a zároveň druhý najvyšší počas sledovaných rokov. Zapríčinený bol najvyšším prevádzkovým hospodárskym výsledkom s najväčšími výkonmi. Rok 2003 bol poznačený celosvetovým tlakom výrobcov na znižovanie cien papiera, čo sa premietlo aj na domácom trhu. Podnik sa im nedokázal prispôsobiť a vykázal stratový prevádzkový a aj celkový hospodársky výsledok. Reštrukturalizačné opatrenia dokázali opätovne zvýšiť prevádzkový hospodársky výsledok v roku 2005. Kladný finančný výsledok hospodárenia posunul podnik v roku 2004 späť do zisku. Nasledujúce roky sa celkový hospodársky výsledok prepadal kvôli vysokým finančným nákladom, spôsobeným stratami v menovom kurze a vysokými nákladovými úrokmi, ktoré prevádzkový zisk nebol schopný vynahradiť. Stratu posledných dvoch rokov spôsobila zahraničná konkurencia neustále tlačiacia na znižovanie cien, zvyšovanie cien energií a silnejúca koruna voči svetovým menám.

Tieto faktory mali zásadný vplyv na ukazovatele rentability vlastného kapitálu, vykazujúce až 50% ziskovosť v rokoch 2002 a 2004 pre vynikajúci pomer zisku a vlastného kapitálu. S tým súvisí zadlženosť podniku, ktorá je po celé sledované obdobie okolo 90%, čo je jednou z príčin vysokých finančných nákladov podniku. Z pohľadu záväzkov dominujú krátkodobé od 437 mil. Kč. v roku 2002 a rastúce až na 474 mil. Kč. Prudký nárast dlhodobých záväzkov zapríčinil v roku 2004 úver za účelom investície do nových zariadení. Celková zadlženosť podniku je veľmi vysoká, čo sa odráža aj na ukazovateľoch likvidity, dosahujúcich nízke hodnoty, označované ako veľmi agresívne. Záporný čistý pracovný kapitál hovorí o jasnej prevahe krátkodobých záväzkov nad obežnými aktívami. Hodnoty v porovnaní s odvetvím nadpriemerné dosiahol podnik v oblasti aktivity. Vysoký obrat aktív a zásob znamenal rýchly obrat majetku podniku. Financovanie analyzovaného podniku má silno záporný obchodný deficit od 41 dní v roku 2002 až po 73 dní v roku 2007.

Podnik som podrobil testovaniu dokopy 4 bonitnými a 7 bankrotnými modelmi, ktorých výsledky uvádzam v tabuľke číslo 32. Celkovým aritmetickým priemerom všetkých podnikov za každý sledovaný rok vychádza predpoveď bankrotu na 68%. Vypovedacia schopnosť niektorých modelov bola obmedzená ich konštrukciou založenou na zahraničných tržných prostrediach. Použité bonitné modely Kralickov Quicktest, Grünwaldow index bonity a Bilančné analýzy Rudolfa Douchu ohodnotili podnik ako spoločnosť so zlým finančným zdravím a Index bonity zaradil podnik do kategórie určitých problémov. Jediným modelom predpovedajúcim dobré finančné zdravie podniku bol Tafflerov bankrotný model. V jeho opozícii stáli Altmanovo Z-skóre z roku 1995, Beermanova diskriminačná funkcia, Beaverov model a Zmijewského model so 100% predpoveďou bankrotu počas sledovaného obdobia. Pri komplexnom pohľade na všetky použité modely, je vidieť trend ovplyvnený ziskom v rokoch 2002 a 2004 a prehlbujúcou sa stratou v rokoch 2003, 2006 a 2007, kedy sa predpoveď bankrotu zvyšuje. Práve preto považujem za modely s najlepšou výpovednou hodnotou Bilančné analýzy Rudolfa Douchu, Kralickov Quicktest a Index IN05, ktoré kopírujú krivku tohto trendu.

V poslednej podkapitole praktickej časti uvádzam medzipodnikové grafické porovnanie analyzovaného podniku a celkového papierenského odvetvia prostredníctvom spider analýzy. Zo spidergramov je pekne vidieť oblasti, v ktorých podnik zaostáva za odvetvím, teda v likvidite a stabilite. Oblasti, kde naopak podnik prekonáva priemerné hodnoty odvetvia sú aktivita a v roku 2002 a 2004 aj rentabilita.

Spoločnosť Olšanské papírny a.s. je vysoko zadlžená spoločnosť, ktorej problémy sa prejavujú už 7 rokov pred vstupom do konkurzného konania. Zlomovým rokom bol rok 2003, v ktorom pád prevádzkového výsledku hospodárenia a následne pomalá reštrukturalizácia znamenali neschopnosť splácať vysokú stratu z finančnej oblasti. Dovolím si tvrdiť, že úpadok firmy je možné predpovedať už po roku 2003. A to napriek uspokojivým výsledkom podniku bonitných a bankrotných modelov v roku 2004, spôsobených primárne vysokou hodnotou zisku z finančnej oblasti. Následne, od roku 2004, klesajúca krivka trendu väčšiny modelov, prichádzajúci bankrot len utvrdzuje. Podnik položila vysoká zadlženosť, neschopnosť hradiť finančné náklady, nelikvidnosť a v neposlednom rade tvrdá konkurencia a negatívne sa vyvíjajúci menový kurz.

5 Použité zdroje

Literární zdroje:

- SEDLÁČEK, J.: Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press a.s., 2007. ISBN 978-80-251-1830-6.
- MAREK, P. a kolektiv: Studijní průvodce financemi podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress s.r.o., 2006. ISBN 80-86119-37-8
- SYNEK, M.: Manažerské výpočty a Ekonomická analýza. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-154-3
- MARINIČ, P.: Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1397-3
- MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P.: Finanční analýza. 2. přeprac. vyd. Praha: ASPI a.s., 2006. ISBN 80-7357-219-2
- SEDLÁČEK, J.: Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy. 2. vyd. Praha: Computer Press a.s., 2001. ISBN 80-7226-562-8
- RŮČKOVÁ, P.: Finanční analýza metody, ukazovatele, využití v praxi. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. ISBN 978-80-247-1386-1
- SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing a.s., 2007. ISBN 978-80-247-1992-4
- LANDA, M.: Ekonomika insolvenčního řízení. 1. vyd. Ostrava: KEY Publishing s.r.o., 2009. ISBN 978-80-7418-031-6
- FOSTER, G.: Financial Statement Analysis. Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.Y., 1986.

Internetové zdroje:

- <http://www.czso.cz>

- www.mpo.cz
- <http://www.westga.edu/~bquest/2000/bankrupt.html>
- <http://theiia.org/>
- www.justice.cz
- http://www.vubp.cz/html_oppzh/metodiky/vykladovy_slovník_brezen05.pdf

6 Zoznam použitých tabuliek a grafov

Tabuľky:

Tabuľka 1 Delenie sústav pomerových ukazovateľov	11
Tabuľka 2 Hodnotenie Kralickovho Quicktestu	20
Tabuľka 3 Hodnotenie Indexu bonity	21
Tabuľka 4 Hodnotenie Grünwaldowho indexu bonity	22
Tabuľka 5 Hodnotenie Bilančných analýz R.D.	23
Tabuľka 6 Hodnotenie Altmanovho Z-skóre	26
Tabuľka 7 Hodnotenie Beermanovho indexu bonity	26
Tabuľka 8 Hodnotenie Indexu IN05	27
Tabuľka 9 Vývoj aktív	33
Tabuľka 10 Vývoj pasív	35
Tabuľka 11 Trendová analýza výsledovky	37
Tabuľka 12 Čistý pracovný kapitál	43
Tabuľka 13 Rentabilita	44
Tabuľka 14 Likvidita	46
Tabuľka 15 Aktivita	47
Tabuľka 16 Zadlženosť	48
Tabuľka 17 Výpočet Quicktestu	49
Tabuľka 18 Hodnotenie Quicktestu	49
Tabuľka 19 Index bonity	50
Tabuľka 20 Úrokové miery a sadzby dane z príjmu	51
Tabuľka 21 Výpočet Grünwaldowho indexu bonity	51
Tabuľka 22 Hodnotenie Grünwaldowho indexu bonity	51
Tabuľka 23 Bilančná analýza I.	52
Tabuľka 24 Bilančná analýza II.	53
Tabuľka 25 Altmanov model r. 1983	55
Tabuľka 26 Altmanov model r. 1995	55
Tabuľka 27 Beermanova diskriminačná funkcia	56
Tabuľka 28 Tafflerov bankrotný model	57
Tabuľka 29 Index IN05	57
Tabuľka 30 Beaverov model	58

Tabuľka 31 Zmijewského model	62
Tabuľka 32 Zhrnutie výsledkov modelov	64
Tabuľka 33 Spidergramy podniku Olšanské papírny a odvetvia v rokoch 2002 a 2006	66

Grafy:

Graf 1 Vývoj aktív.....	33
Graf 2 Vývoj dlhodobého majetku.....	34
Graf 3 Vývoj obežných aktív	35
Graf 4 Vývoj pasív	36
Graf 5 Vývoj vlastného kapitálu	36
Graf 6 Vývoj cudzích zdrojov	37
Graf 7 Štruktúra aktív.....	39
Graf 8 Štruktúra dlhodobého majetku.....	39
Graf 9 Štruktúra obežného majetku	40
Graf 10 Štruktúra pasív	40
Graf 11 Štruktúra vlastného kapitálu	41
Graf 12 Štruktúra cudzieho kapitálu	42
Graf 13 Štruktúra tržieb.....	42
Graf 14 Štruktúra nákladov	43
Graf 15 Vývoj ukazovateľov rentability	45
Graf 16 Vývoj ukazovateľov likvidity	46
Graf 17 Porovnanie Bilančných analýz.....	53
Graf 18 Porovnanie Altmanových modelov.....	56
Graf 19 Beaver 1.	58
Graf 20 Beaver 2.	59
Graf 21 Beaver 3.	59
Graf 22 Beaver 4.	60
Graf 23 Beaver 5.	60
Graf 24 Beaver 6.	61
Graf 25 Spidergram r. 2002.....	66
Graf 26 Spidergram r. 2006.....	67