

Investiční příručka

Burzovní pojmy

| | |
|------------|--|
| SPAD | SPAD (Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů) je nejlípidnějším trhem pražské burzy. SPAD je založen na využití funkce tvůrců trhu. Je rozdělen do dvou fází - otevřené (9.30 – 16.00 hod.) a uzavřené (7.30 – 9.30 hod. a 17.00 – 20.00 hod.). V průběhu otevřené fáze jsou všichni tvůrci trhu povinni zveřejňovat své kotace (tj. ceny nákupu a prodeje) pro emise, u kterých vykonávají činnost tvůrce trhu. V průběhu uzavřené fáze nemají tvůrci trhu povinnost kótovat. Obchody mohou být uzavírány v rámci povoleného rozpětí, které je vymezeno nejlepší kotací v okamžiku ukončení otevřené fáze rozšířené o 5 % oběma směry. Pro všechny emise zařazené do SPAD je tento segment kurzotvorný. Kurz se stanovuje v průběhu otevřené fáze a je vždy roven aritmetickému středu aktuálního povoleného rozpětí. Poslední stanovený kurz (v 16:00 hod) se stává závěrečným kurzem pro daný burzovní den. (bližší informace viz www.pse.cz) |
| Index PX50 | Index PX50 je hlavním indexem pražské burzy. Počet emisí v indexu je variabilní, v současnosti index obsahuje 15 akcií. Počet emisí v indexu nemůže překročit 50. Za výchozí burzovní den byl zvolen 5. 4. 1994, výchozí hodnotou indexu PX 50 se stalo 1 000 bodů. PX50 je cenový index, tzn. že nezohledňuje dividendové výnosy. Aktualizace se provádí dvakrát ročně. Aktualizované báze vstupují v platnost 1. ledna, resp. 1. července. Podíl bazické emise na celkové tržní kapitalizaci báze nesmí převýšit hranici 20 % v rozhodných datech (15. červen, 15. prosinec) nebo ve dnech, kdy bylo rozhodnuto o mimořádném zařazení emise do báze indexu. V případě překročení hranice se provede redukce počtu cenných papírů v příslušné emisi. |
| Index PX-D | PX-D je cenovým indexem pražské burzy (tzn. že nezohledňuje dividendové výnosy), jehož báze může obsahovat pouze emise obchodované na trhu SPAD. Momentálně index obsahuje tyto akcie: Český Telecom, ČEZ, Erste Bank, Komerční banka, Orco, Philip Morris ČR, Unipetrol, Zentiva. Váha emise je dána jejím podílem na tržní kapitalizaci báze. Podíl tržní kapitalizace jedné emise na celkové tržní kapitalizaci báze nesmí v tzv. rozhodném dni převýšit 35 %. Rozhodnými dny jsou 31. květen a 30. listopad, případně nejbližší předchozí burzovní dny. V případě překročení hranice se provede redukce počtu cenných papírů v příslušné emisi. Výchozí hodnota indexu je rovna 1000 bodů ke dni 4. 1. 1999. |
| Lot | standardní minimální množství akcií obchodovaných v systému SPAD |
| Free float | část základního kapitálu, která je veřejně obchodovatelná, ale kterou nevlastní strategičtí investoři |
| emitent | společnost, která vydává / vydala akcie |
| GDS | Globální depoziční akcie (Global Depositary Shares) – viz GDR |
| GDR | Globální depoziční certifikáty (Global Depositary Receipts) jsou certifikáty vydávané americkými či evropskými finančními institucemi, které potvrzují vlastnické právo na jednu či více akcií jedné společnosti, které byly pro tento účel emitentem uloženy u depozitáře. GDR tak umožňují, aby se i akcie z jiných trhů mohly obchodovat na trzích v Londýně nebo USA, a to i bez nutnosti splňovat všechny podmínky vyžadované daným trhem pro ostatní kotované akcie. Držitelé GDR obvykle nemají hlasovací práva. |
| IPO | Primární emise akcií (Initial Public Offering) je vydání nových akcií pro obchodování na veřejných trzích a tím získání čerstvého kapitálu pro další rozvoj společnosti. Akcie může vydávat rodinná nebo státní firma při její přeměně na akciovou společnost, již stávající emitent nebo relativně nová společnost s perspektivním podnikatelským programem (tzv. start-up), u níž investice slibují upisovatelům v případě úspěchu vysoké zhodnocení vložených prostředků. Akcie |

může vydávat i nový subjekt, který se právně oddělil od mateřské společnosti (jde o tzv. spin-off).

Finanční terminologie

| | |
|--------------------------|---|
| Tržní kapitalizace EV | celkový počet akcií společnosti vynásobený současnou cenou akcie na burze Enterprise Value = tržní kapitalizace společnosti plus menšinový vlastní kapitál plus hodnota úročeného dluhu (krátkodobého i dlouhodobého) mínus hotovost. Menšinový vlastní kapitál je kapitál, který nepatří většinovému vlastníku (mateřské společnosti), ale menšinovým vlastníkům. |
| EBITDA | zisk před daní z příjmu, úroky a odpisy |
| EBIT | zisk před daní a úroky (většinou bývá ztotožňován s provozním ziskem) |
| marže EBITDA | poměr EBITDA a tržeb |
| marže EBIT | poměr EBIT a tržeb |
| marže čistého zisku | poměr čistého zisku a tržeb |
| EV/EBITDA | poměr EV a EBITDA (významný poměrový ukazatel) |
| P/E | poměr ceny akcie (P = Price) a čistého zisku na akcii (EPS = earnings per share) |
| Vlastní kapitál | rozdíl mezi celkovými aktivy firmy a cizími pasivy |
| P/BV | poměr ceny akcie a vlastního kapitálu na akcii |
| ROE | return on equity = poměr čistého zisku a vlastního kapitálu |
| ROA | return on assets = poměr čistého zisku a celkových aktiv |
| Provozní cash flow | Hotovost, kterou podnik vydělal z provozní činnosti |
| Investiční cash flow | Výdaje společnosti na investice (= CAPEX) |
| Free cash flow | provozní cash flow mínus investiční cash flow (= volné cash flow) |
| Čisté úrokové výnosy | Čistý úrokový výnos je definován jako rozdíl mezi úrokovými výnosy a úrokovými náklady |
| Úrokové výnosy | Úrokové výnosy zahrnují výnosy z úvěrových obchodů na peněžním trhu, výnosy cenných papírů s pevným výnosem, výnosy z akcií a jiných cenných papírů s variabilním výnosem, výnosy z majetkových účastí v nekonsolidovaných dceřiných společnostech, přidružených společnostech a majetkových účastech a výnosy z pronájmu majetku |
| Úrokové náklady | Úrokové náklady zahrnují náklady na závazky k bankám a klientům, náklady na emitované dluhopisy a náklady na podřízený kapitál |
| Čistá úroková marže | poměr čistých úrokových výnosů a průměrných úročených aktiv |
| Cost/income ratio | poměr celkových provozních nákladů k celkovým provozním výnosům |
| Kapitálová přiměřenost | poměr základního kapitálu vůči rizikově váženým aktivům |

Účetní pojmy

| | |
|---------------------|--|
| Konsolidační celek | Konsolidačním celkem se rozumí mateřský podnik a její dceřiné, přidružené a společné podniky s výjimkou těch podniků, a) u nichž je podíl na konsolidačního celku nevýznamný, b) u nichž brání významně striktní a dlouhodobá omezení mateřského podniku při výkonu jejich práv ohledně nakládání s majetkem nebo řízení těchto podniků, c) jejichž akcie nebo podíly jsou drženy výhradně za účelem jejich pozdějšího prodeje, d) které sice spadají do konsolidace, ale vykonávají výjimečně tak odlišnou činnost, že by jejich zahrnutím do konsolidačního celku došlo k porušení věrného a poctivého obrazu společnosti. |
| Mateřská společnost | Mateřským podnikem se rozumí subjekt, který uplatňuje buď přímo nebo nepřímo v dceřiných podnicích rozhodující vliv nebo v přidružených podnicích podstatný vliv nebo ve společných podnicích společný vliv. |

| | |
|-----------------------|--|
| Dceřiná společnost | Dceřiným podnikem se rozumí subjekt, ve kterém jiný podnik vykonává buď přímo nebo nepřímo rozhodující vliv. |
| Přidružená společnost | Přidruženým podnikem se rozumí subjekt, ve kterém jiný podnik vykonává přímo nebo nepřímo podstatný vliv. |
| Společný podnik | Společným podnikem se rozumí subjekt, ve kterém jiný podnik vykonává přímo nebo nepřímo společný vliv. |
| Rozhodující vliv | Rozhodujícím vlivem jedné účetní jednotky (mateřského podniku) nad jinou (dceřiný podnik) se rozumí takový stupeň závislosti (vlivu), který pramení z a) přímého nebo nepřímého uplatňování více než 50 % hlasovacích práv dceřiného podniku, pokud z tohoto uplatňování vyplývá ovládnutí operativních a strategických politik dceřiného podniku, b) nebo z prokazatelného ovládnutí operativních a strategických politik a přitom mateřský podnik je současně v daném podniku akcionářem nebo společníkem. |
| Podstatný vliv | Podstatným vlivem jedné účetní jednotky (mateřského podniku) v jiné účetní jednotce (přidruženém podniku) se rozumí takový stupeň závislosti (vlivu), při kterém mateřský podnik vlastní přímo nebo nepřímo nejméně 20 % a nejvýše 50 % uplatňovaných hlasovacích práv v tomto podniku, nebo pokud na základě jiných skutečností vyplývá významná účast na ovládnutí finančních a provozních politik přidruženého podniku, která však není vlivem rozhodujícím nebo společným. |
| Společný vliv | Společným vlivem jedné účetní jednotky (mateřského podniku) v jiné účetní jednotce (společném podniku) se rozumí, že společný podnik je ovládán společně s jedním nebo více podniky, které nejsou zahrnovány do konsolidace a nejde ani o rozhodující ani o podstatný vliv. Toto společné ovládnutí společného podniku musí být zakotveno v dohodě mezi spoluovládajícími podniky. |
| IFRS | mezinárodní účetní standardy (původní název IAS) |
| CAS | české účetní standardy |
| synergické efekty | úspory nákladů vyplývající ze spojení dvou firem nebo z ovládnutí jedné firmy druhou firmou |

Obecné pojmy

| | |
|-------------------|--|
| ČTÚ | Český telekomunikační úřad |
| ERÚ | Energetický regulační úřad |
| ÚOHS | Úřad pro ochranu hospodářské soutěže |
| REAS | regionální energetické společnosti, které distribuují a prodávají elektřinu konečným zákazníkům |
| FNM | Fond národního majetku |
| ISDN | digitální telekomunikační síť pro vysokorychlostní přenos dat |
| ADSL developer | vysokorychlostní přístup k síti Internet využívající stávající telefonní přípojky společnost, která financuje projekt výstavby nových bytů |

Finanční analýza firem

EV/EBITDA

Ukazatel EV/EBITDA představuje podíl tržní hodnoty oddlužené společnosti (Enterprise Value - EV) a zisku před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA). Obvykle se porovnává současná hodnota společnosti a očekávaná hodnota EBITDA. Obecně platí, že **EV/EBITDA se nyní považuje za základní srovnávací ukazatel**. Je vhodným ukazatelem především pro srovnání společností z různých zemí, protože toto srovnání je očištěno od rozdílných úrokových a daňových sazeb v jednotlivých zemích a rovněž tak od

rozdílných odpisových pravidel. **Pokud je EV/EBITDA nižší než průměr v odvětví, naznačuje to, že společnost je vůči konkurenci podhodnocená.** Tzn. že buď podnik generuje nadprůměrný EBITDA nebo je při srovnatelné velikosti EBITDA tržní hodnota společnosti podprůměrná.

P/E

Ukazatel P/E porovnává tržní cenu akcie a zisk na akcii (EPS = earnings per share). Ukazatel je také považován za jeden ze základních poměrových ukazatelů především vzhledem k jeho jednoduché konstrukci. Jednoduchost je ale v tomto případě vykoupena jeho nižší vypovídací schopností oproti EV/EBITDA. Poměr P/E je variantou předchozího ukazatele, tzn. že opět porovnává tržní hodnotu podniku nebo akcie s očekávaným ziskem, neočišťuje ale zisk o vliv úrokových sazeb, daní z příjmu a odpisových pravidel. Není proto vhodný pro srovnávání firem z různých zemí či různých sektorů a poskytuje pouze velmi hrubé srovnání. Opět platí, že **pokud je P/E společnosti nižší než průměr u srovnávaných společností, naznačuje to, že společnost je vůči konkurenci podhodnocená.** Tzn. že buď podnik generuje nadprůměrný zisk nebo je při srovnatelné velikosti zisku cena akcie podprůměrná. Je nutné ale varovat před možným zkreslením vyplývajícím právě z různých daňových sazeb, úrokových nákladů a odpisových pravidel. Např. P/E farmaceutických firem je většinou vyšší než ostatních firem. To je způsobeno tím, že tyto společnosti jsou nucené investovat velké prostředky do vývoje a výzkumu, což snižuje jejich přirozenou ziskovost a tím zvyšuje P/E. **Úroveň P/E proto nelze srovnávat napříč jednotlivými sektory.** Technologie mají tradičně vyšší P/E, protože se obecně čeká vyšší růst jejich zisku v příštích letech. Naopak společnosti, u kterých se čeká slabý nebo žádný růst zisku v příštích letech, mají ukazatel P/E nízký. Ukazatel také nelze uplatnit v případě, že se firma z jakýchkoliv důvodů dostala do ztráty.

P/cash earning (P/CE)

Lepší vypovídací schopnost než ukazatel P/E má ukazatel P/CE. Jde o poměr ceny akcie a součtu čistého zisku a odpisů na jednu akcii. Tento ukazatel je tím více vypovídající, čím má firma větší objem odpisů. Odpisy fixních aktiv tvoří velkou nákladovou položku, která snižuje účetní zisk. Jde ale o nepeněžní náklad, jinými slovy o náklad, který není výdajem. **Součet zisku a odpisů je tedy objektivnějším ukazatelem, než samotný zisk, protože různé firmy mají různou úroveň odpisů a různé odpisové sazby.** Jinak platí totéž, co pro ukazatel P/E.

P/BV

Ukazatel P/BV srovnává cenu akcie a účetní hodnotu společnosti přepočtenou na jednu akcii. Za účetní hodnotu společnosti se považuje objem vlastního kapitálu, tj. účetní hodnota celkových aktiv po odečtení cizího kapitálu (rezervy, závazky, ostatní pasiva a menšinový kapitál). **Ukazatel P/BV je podobně jako ukazatel P/E velmi jednoduchý, má ale opět nízkou vypovídací hodnotu.** Problémem je účetní hodnota hmotného investičního majetku společnosti, která je většinou hluboko pod tržní hodnotou tohoto majetku. Pokud bychom např. srovnávali dvě společnosti se stejnou hodnotou P/BV a přitom společnost č.1 by měla svůj majetek účetně oceněný hluboko pod tržní cenou, bude tato firma vůči společnosti č.2 podhodnocená. **Naopak dobrou vypovídací schopnost má tento ukazatel při srovnávání bank a v praxi se proto používá výhradně pro srovnání v bankovním sektoru.** Důvodem je skutečnost, že banky drží v aktivech (kromě hotovosti) převážně pohledávky za klienty (tj. poskytnuté úvěry klientům), jejichž účetní hodnota je díky systému opravných položek neustále udržována na tržní úrovni. Tím se má za to, že vlastní kapitál banky více odpovídá tržní hodnotě banky. Při srovnávání jednotlivých bank pomocí ukazatele P/BV přesto dochází k velkým rozdílům mezi jednotlivými ukazateli. Důvodem je ukazatel ROE (zisk na vlastní kapitál banky). Platí, že čím vyšší je ROE, tím vyšší je P/BV. **Správné srovnání bank by tedy mělo probíhat s použitím dvou kritérií – ROE a P/BV. Podhodnocená banka má nadprůměrnou hodnotu ROE a podprůměrnou hodnotu P/BV. Naopak nadhodnocená banka má nízký ROE a vysoký poměr P/BV.** Tímto tvrzením ale současně přiznáváme, že cena akcie je přímo úměrná velikosti zisku, tzn. že srovnatelné banky mají srovnatelný ukazatel P/E. Více o ukazateli P/E v předcházejícím odstavci.

ROE

ROE ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity) měří výnosnost kapitálu, který do podniku vložili jeho vlastníci. **ROE patří mezi klíčové ukazatele, které nejlépe vypovídají o úspěšnosti celého podnikání.** Při výpočtu ROE poměříme hodnotu čistého zisku k výši vlastního kapitálu společnosti (VK). Takto konstruovaný ukazatel je možno rozložit na součin tří dílčích ukazatelů - rentability tržeb (zisk / tržby), rychlosti obratu celkových aktiv (tržby / aktiva) a podílu celkových aktiv na VK (hodnota ukazatele míry zadluženosti + 1). **Prostřednictvím rozložení ukazatele ROE je možno tudíž získat informaci o tom, jaké jednotlivé dílčí faktory a jakým směrem působí na výslednou hodnotu rentability, případně na jaké nedostatky by se měl podnik zaměřit s cílem zvýšit hodnotu ROE.** Již z matematické podstaty je patrné, že existují tři cesty ke zvýšení rentability VK. Jedna vede přes lepší kontrolu nákladů a hospodárnost při vynakládání prostředků, které se projeví ve zvýšení rentability tržeb. Druhou možností růstu ROE je růst hodnoty rychlosti obratu aktiv skrze efektivnější využívání kapitálu (tj. zvyšování tržeb při dané úrovni VK). Třetí možnost představuje růst zadluženosti. Vyšší zadluženost však bude mít na hodnotu ROE nejen pozitivní vliv přes ukazatel míry zadluženosti, ale i negativní přes ukazatel rentability tržeb (růst finančních nákladů povede ke snížení výše zisku) a rychlost obratu aktiv (je-li růst zadluženosti doprovázen růstem bilanční sumy). Celkově bude mít vyšší zadluženost na ROE pozitivní vliv jen tehdy, jestliže podnik dokáže každou další korunu dluhu zhodnotit více než činí finanční náklady spojené s tímto druhem kapitálu. Zlepšení ROE lze také dosáhnout prostou redukcí VK, tj. např. výplatou dividendy. Při hodnocení tohoto ukazatele je možno se setkat i s určitými problémy, neboť firma může vykazovat vysokou kladnou hodnotu ROE i v případě, že bude mít čistou ztrátu a zápornou hodnotu VK (situace, kdy hodnota nakumulovaných ztrát z minulých období a běžného roku převyší objem základního kapitálu a kapitálových fondů). Při poměrování výše ROE je možno také dlouhodobě vycházet z výnosu bezrizikové investice (např. státních cenných papírů), neboť racionálně se chovající investor bude požadovat minimálně takovou výnosnost vlastního kapitálu, kterou mu zaručí právě takováto bezriziková investice. **Obecně platí, že podnik je tím úspěšnější, čím dosahuje stabilnějších a vyšších hodnot ROE.** Na druhou stranu ale vysoké investice do fixního kapitálu (viz např. investice ČEZ do výstavby jaderné elektrárny Temelín nebo masivní investice Českého Telecomu do telekomunikačních sítí v 90. letech) mohou mít za následek nízký poměr tržeb vůči celkovým aktivům a tím i nízký ukazatel ROE. **Samotný ukazatel ROE tak nelze používat pro tržní srovnání hodnoty jednotlivých firem, ale buď v kombinaci s jinými ukazateli (viz P/BV) nebo pro hlubší fundamentální analýzu firem s cílem např. odhalit skryté rezervy v hospodaření podniku.**

Marže EBITDA

EBITDA je čistý zisk společnosti plus daně z příjmu, úrokové náklady a odpisy. Z praktického hlediska se ale EBITDA běžně počítá jako provozní zisk (EBIT) plus odpisy. Podstatou EBITDA je vyčíslit, jak velký zisk podnik vytvořil před tím, než odečetl odpisy, zaplatil úrokové náklady a daň z příjmu. Porovnáním tohoto zisku s tržbami dostaneme marži EBITDA. **Marže EBITDA je vhodným instrumentem pro porovnání úspěšnosti provozního hospodaření jednotlivých firem v jednotlivých sektorech.** Samotný EBITDA totiž odfiltruje různé sazby firemní daně z příjmu, různou výši zadlužení společnosti (a tím i různě vysoké úrokové náklady) a různě vysoké firemní odpisové sazby a různě vysoké investice firem do fixního majetku. Samozřejmě platí, že **čím vyšší marže EBITDA, tím úspěšnější provozní hospodaření.** Kvůli odlišné struktuře různých sektorů hospodářství ale nelze srovnávat marži EBITDA podniků z různých sektorů.

Marže EBIT

Marže EBIT (marže provozního zisku) je variantou marže EBITDA s tím jediným rozdílem, že kromě provozních nákladů se do srovnání podniků promítnou i rozdílné náklady na odpisy fixního majetku. Odpisy jsou ale nehotovostním nákladem a jejich výše nemá tudíž přímý vliv na hodnotu společnosti. Pokud tedy mají dvě firmy shodnou marži EBITDA, ale podnik č.1 má např. nižší marži EBIT (tzn. že vykazuje vyšší odpisy a tím i nižší EBIT), lze pouze konstatovat, že provozní hospodaření obou firem je

stejně úspěšné, ale firma č.1 má buď rychlejší odpisové sazby nebo v minulosti více investovala do fixního majetku. Abychom mohli posoudit, zdali je firma č.1 horší oproti firmě č.2, bychom museli znát další ukazatele – např. objem investičních výdajů vůči výnosům. Pokud má např. firma č.1 stabilně vyšší odpisy než firma č.2, je pravděpodobné, že tato firma je nucena každý rok stabilně investovat větší část tržeb do fixního majetku. V tom případě by takováto firma dosahovala stabilně nižších zisků (díky vyšším odpisům) a nižšího objemu volného cash flow (díky vyšším investičním výdajům). A právě nižší volné cash flow oproti firmě č.2 by ospravedlňovalo tvrzení, že firma č.1 je horší oproti firmě č.2 a tudíž její hodnota by měla být nižší. **Provozní hospodaření firem lépe než marže EBIT popisuje marže EBITDA.** Rozdílné marže EBIT pouze signalizují rozdíly v odpisech fixního majetku, což samo o sobě vyžaduje další analýzu.

Marže čistého zisku

Marže čistého zisku (nebo také rentabilita tržeb) je poměr čistého zisku společnosti a tržeb. Představuje míru zisku připadající na jednu korunu tržeb. Rentabilita tržeb vypovídá o tom, jak dokáže podnik hospodařit při vynakládání prostředků, resp. kontrolovat náklady. **Samotný ukazatel má při srovnání firem pouze limitující význam, protože v čistém zisku je zahrnuto velké množství účetních položek a zkreslujících informací a pro hodnocení společnosti tak není příliš vhodný.** Ukazatel je ale součástí tří dílčích ukazatelů, které dohromady ovlivňují ROE společnosti (viz předchozí komentář).

Čistý pracovní kapitál (NWC – Net Working Capital)

Čistým pracovním kapitálem nazýváme rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy. Představuje částku volných prostředků, která zůstanou podniku po úhradě všech běžných krátkodobých závazků. Opačná situace, tedy přebytek krátkodobého cizího kapitálu nad oběžnými aktivy, se označuje jako "nekrytý dluh". Mezi oběžná aktiva zařazujeme zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek (hotovost, účty v bankách a držené krátkodobé cenné papíry). Za krátkodobá pasiva považujeme krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. NWC je obvykle kladný, tzn. že převažují krátkodobá aktiva nad krátkodobými pasivy. Pokud by byl NWC záporný, znamená to, že firma je buď již v platební neschopnosti nebo se do platební neschopnosti pravděpodobně brzy dostane. Jinými slovy, dlouhodobá aktiva firmy jsou financována kombinací dlouhodobých a krátkodobých pasiv. Řešením této situace je přeřinancování krátkodobých úvěrů střednědobými nebo dlouhodobými úvěry. Naopak velmi vysoký objem NWC (tj. vysoký přebytek krátkodobých aktiv nad krátkodobými pasivy) ukazuje, že firma má přebytek krátkodobých aktiv, které zčásti financuje i dlouhodobý kapitál. Firma je v tomto případě překapitalizovaná. Pokud nenajde investiční uplatnění pro svůj krátkodobý kapitál, měla by zvážit vyplacení části krátkodobých aktiv (= hotovosti) akcionářům např. formou dividendy. Ve zkratce, **NWC ukazuje zdroje financování jednotlivých druhů aktiv. NWC lze považovat za pomocný ukazatel, pomocí něhož lze porovnávat kapitálovou strukturu firem podnikajících ve stejných oborech činnosti. Není to ale ukazatel, který by upozornil, zdali je společnost podhodnocená nebo nadhodnocená.**

Free cash flow (FCF)

Free cash flow je objem hotovosti, který podnik vyprodukuje z provozní činnosti během jednoho roku po odečtení přiměřených investičních výdajů na reprodukci či obnovu fixních aktiv. **Z hlediska hodnocení firem je FCF klíčovým ukazatelem, protože udává objem skutečné hotovosti, která podniku zbude po nutných investičních výdajích, nákupech zásob či investicích do pracovního kapitálu.** FCF se svojí povahou zcela odlišuje od čistého zisku. Pokud podnik např. prodá zboží před koncem roku na fakturu a do konce roku není tato faktura odběratelem uhrazena, firma tento obchodní případ zaúčtuje jako tržbu a příslušný zisk zdaní, ačkoliv nemá jistotu, že bude zboží skutečně zapláceno. Naproti tomu z hlediska provozního cash flow dojde sice ke zvýšení zisku, současně ale dojde ke zvýšení pohledávek, díky čemuž se provozní cash flow nijak nezvýší. V případě, že firma koupí investiční majetek, účetně stále vykazuje zisk, ačkoliv FCF může být např. záporné (pokud firma např. financuje dluhem nákup investičního majetku, jehož hodnota je vyšší než hodnota provozního cash flow). A naopak odpisy tohoto

majetku snižují každoročně účetní zisk firmy (odpis je účetním nákladem), ačkoliv provozní cash flow a FCF (a tím ani hodnota společnosti) se nemění.

FCF se vypočte jako provozní cash flow mínus investiční cash flow. Provozní cash flow lze zjednodušeně vyčíslit jako zisk před zdaněním plus nehotovostní náklady (nákladové položky výsledovky, které nejsou hotovostním výdajem – např. odpisy, amortizace, opravné položky, rezervy) mínus investice do pracovního kapitálu. Investiční cash flow obsahuje výdaje spojené s pořízením stálých aktiv a příjmy z prodeje stálých aktiv. Samotná výše provozního cash flow je důležitým ukazatelem finančního zdraví firmy. Pokud firma stabilně vykazuje negativní provozní cash flow, je to signál toho, že dříve či později se firma dostane do finanční tísně. Tato situace může nastat i tehdy, pokud firma vykazuje účetní zisk (např. odběratelé neplatí za faktury a firmě rostou pohledávky). Pokud firma vykazuje kladné provozní cash flow, ale stabilně (po dobu několika let) vykazuje záporný FCF (tzn. že investiční výdaje stabilně převyšují volné zdroje z provozní činnosti), firma je nucena hledat nové zdroje financování (emise akcií, emise dluhopisů, bankovní úvěry). Tím ale roste zadluženost firmy a riziko, že v budoucnu firma nebude schopna rostoucí dluh splácet. Taková firma bude dříve či později stejně nucena omezit svoje investiční výdaje a přebytečný FCF použít na splácení závazků.

Zjednodušeně řečeno zdravá firma vykazuje kladné a stabilní provozní cash flow. Pokud firma expanduje, může po jistou dobu vykazovat negativní FCF. To znamená, že svoji expanzi financuje z cizích zdrojů. Negativní FCF ale nelze udržovat donekonečna. Po jisté době musí firma opět začít vykazovat kladný FCF, který použije na splacení závazků. Pokud firmy vykazují dlouhodobě vysoký a kladný FCF, znamená to, že nejsou schopny najít vhodné investiční příležitosti. Toto volné FCF lze poté buď vyplatit akcionářům ve formě dividendy nebo za ně nakoupit vlastní akcie na trhu a tyto akcie následně zrušit. Odkup vlastních akcií vede k růstu ceny akcie na burze, protože se zvyšuje poptávka po akciích a s poklesem počtu akcií roste i podíl zisku firmy na jednu akcii.

Finanční analýza bank

Výnosy bank

Výnosy bank se skládají obvykle ze tří hlavních položek: Čistých úrokových výnosů (Net Interest Income), čistých příjmů z poplatků a provizí (Net Fees and Commissions) a čistého zisku z obchodních operací (Net Profit from Financial Operations). Ostatní výnosy zahrnují příjmy z dividend, příjmy z pronájmu a další. Čisté úrokové příjmy se označují jako úrokové výnosy, ostatní příjmy se označují jako neúrokové výnosy. **Poměr úrokové / neúrokové příjmy tedy určuje skladbu jednotlivých složek výnosů.** V ČR platí, že do budoucna již není velký prostor pro zvyšování výnosů z poplatků a provizí a naopak existuje velký prostor pro růst čistých úrokových výnosů. Hlavním důvodem je ekonomický růst ČR, který by měl zvyšovat poptávku firem a domácností po podnikatelských, hypotéčních a retailových úvěrech. Poměr úrokové / neúrokové příjmy by se tedy mohl v budoucnu dále zvyšovat. **Samotný ukazatel nám určuje pouze strukturu příjmů banky, neříká ale nic o výkonnosti, úspěšnosti nebo hodnotě banky.** Součet čistých úrokových výnosů, výnosů z poplatků a provizí, zisku z obchodování a ostatních výnosů tvoří celkové provozní výnosy banky.

Čisté úrokové výnosy

Čisté úrokové výnosy zahrnují tři základní složky.

- Čisté úrokové výnosy z půjček. Jsou to úroky, které platí klienti z půjček od banky.
- Čisté úrokové výnosy z depozit. Jde o rozdíl mezi úroky, které banka získá od ostatních bank a ČNB a úroky, které banka platí svým klientům. Banka na jedné straně získá úroky, které jí platí ČNB, pokud u ní banka deponuje hotovost (repo sazba ČNB) a dále bance platí úroky jiné banky, které si od ní vypůjčují hotovost na mezibankovním trhu. Na druhé straně banka platí svým klientům úrok na jejich depozitních účtech.
- Ostatní úrokové výnosy zahrnují úrokové výnosy z držení dluhopisů a dalších cenných papírů, úroky z prodlení, výnosy z majetkových účastí a další.

Čisté úrokové výnosy (Net Interest Income – NII) tvoří hlavní část (až dvě třetiny) **provozních výnosů bank**. Na výši NII má obecně negativní vliv pokles úrokových sazeb centrální banky, protože s poklesem sazeb klesají všechny úrokové výnosy. Naopak s poklesem úrokových sazeb centrální banky klesají také úroky, které banka platí klientům na jejich účtech a zvyšuje se poptávka po úvěrech ze strany firem a domácností. Tyto dva faktory ale většinou nedokáží nahradit úbytek úrokových příjmů, takže celkový dopad poklesu úrokových sazeb centrální banky zůstává pro výnosy bank negativní. Hospodářský růst země naopak zvyšuje NII, protože roste poptávka po firemních, hypotečních a spotřebních úvěrech.

Čistá úroková marže

Čistá úroková marže (NIM) je čistý úrokový výnos vztažený k průměrným úročeným aktivům, vyjádřený v procentech. Průměrná úročená aktiva jsou celková aktiva po odečtení pokladni hotovosti, cenných papírů k obchodování, hmotného a nehmotného majetku a ostatních aktiv. Jinými slovy, průměrná úročená aktiva zahrnují ta aktiva, která přinášejí bance nějaké úrokové výnosy. Výši NIM ovlivňuje celková výše úrokových sazeb v dané zemi a také konkurence na bankovním trhu. V prostředí nízkých úrokových sazeb bude samozřejmě nízká i NIM. Také silná konkurence na trhu půjček vede banky k tomu, aby půjčovaly kapitál za nižší úrokové sazby, což dále sníží NIM. **Úroveň MIN tedy vypovídá o schopnosti banky zhodnotit svoje úročená aktiva, proto je NIM vhodným nástrojem pro porovnání jednotlivých bank.** Např. Komerční banka vykázala za 1-3Q/2004 NIM 3,2%, zatímco Česká spořitelna 3,6%.

Čisté příjmy z poplatků a provizí

Čisté příjmy z poplatků a provizí zahrnují poplatky a provize z obchodování s cennými papíry, ze stavebního spoření, z pojišťovací činnosti, z úvěrových obchodů, z platebního styku, z platebních karet, za vedení účtů, ze směnárenských operací apod. Obecně se má za to, že banky v současnosti již nemají další prostor pro absolutní růst poplatků a provizí a tudíž tento výnosový segment může růst jen díky nárůstu prodeje jednotlivých produktů (půjček, spořicích a pojišťovacích produktů nebo např. platebních karet) či nárůstu transakcí.

Čistý zisk z obchodních operací

Do této kategorie provozních výnosů zahrnujeme realizované i nerealizované zisky a ztráty z obchodování s cennými papíry, z úrokových a akciových derivátů a také z obchodů s cizími měnami. Jsou zde také zahrnuté výnosy z úroků a dividend z obchodních pozic. Patří sem také změny tržních hodnot krátkodobě držených cenných papírů. Výnosy z obchodních operací mohou být různé vysoké v závislosti na tom, jak velké jsou příslušné obchodní divize v rámci struktury celé banky. V mimořádných případech může banka zaznamenat v tomto segmentu tržeb velmi vysoké zisky, ale i velmi vysoké ztráty. Extrémním případem je krach jedné z nejstarších anglických bank Barings Brothers ve druhé polovině devadesátých let poté, co její burzovní makléř Nick Leeson naakumuloval během necelých tří let ztrátu ve výši 830 milionů liber, což bylo více než vlastní kapitál banky. Banku poté za symbolickou 1 libru převzala nizozemská banka ING.

Poměr náklady / výnosy

Jedním z hlavních ukazatelů provozní výkonnosti bank je ukazatel Cost / Income Ratio. Jde o poměr provozních nákladů vůči provozním výnosům a je to tedy obdoba firemního ukazatele marže EBIT. Ukazatel je vhodným instrumentem pro porovnání provozní úspěšnosti hospodaření jednotlivých bank. Většinou si banky stanovují cíl maximální úrovně tohoto poměru, tzn. že limitují velikost provozních nákladů vůči svým provozním výnosům. Samozřejmě platí, že **čím nižší je ukazatel, tím je banka provozně výkonnější a kvalitnější. Jinými slovy, nižší poměr nákladů a výnosů znamená, že z tržeb z bude větší podíl pro účetní zisk.** Do provozních nákladů se započítávají personální náklady, odpisy fixních aktiv, náklady na telekomunikace, informační technologie, nájem a provoz kanceláří, reklamu a marketing, poradenství, právní služby a další.

Kapitálová přiměřenost

Zjednodušeně řečeno, **kapitálová přiměřenost je ukazatelem, který měří riziko podnikání každé jednotlivé banky**. Rozhodujícím rizikem je u většiny bank nebezpečí, že klienti, kterým banka půjčila finanční prostředky, svoje závazky nesplatí. Banka může také utrpět velkou ztrátu tím, že její nakoupené cenné papíry ztratí v průběhu času svoji hodnotu. Znehodnocení aktiv pak může vést až k neschopnosti banky plnit včas její závazky. Jedním z hlavních pravidel, které zajistit stabilitu finančních systémů včetně ochrany vkladů klientů, kapitálová přiměřenost. **Kapitálová přiměřenost je poměr určité formy vlastního kapitálu a rizikových aktiv banky**, což jsou jednotlivá aktiva banky vynásobená odpovídající rizikovou vahou v závislosti na stupni úvěrového rizika. **Tento poměr by neměl být nižší než 8 procent**. Tzn. že čím méně rizikových produktů banka poskytne a čím více vlastního kapitálu má, tím má vyšší kapitálovou přiměřenost a tím by měla být méně riziková a více stabilní. Ukazatel je velmi vhodný pro srovnání jednotlivých bank různých velikostí a v různých zemích.

Výpočet poměru vlastního kapitálu a rizikových aktiv je poměrně složitý, protože různé bankovní produkty představují totiž různou míru rizika, liší se rizika bankovní klientely, různá je kvalita zajišťovacích instrumentů a samozřejmě s časem roste i rizikovost dluhu. Zdokonalení systému řízení rizik s cílem stabilizovat celý bankovní sektor řeší tzv. Basilejský výbor pro bankovní dohled. Ten již v roce 1988 vydal tzv. kapitálovou dohodu (The Capital Accord), jinak nazývanou také Basel 1. Tato dohoda byla postupně implementována ve více než sto zemích světa včetně ČR, kde ji banky musí dodržovat již od roku 1992. V reakci na vývoj bankovníctví v posledních letech začal výbor pracovat na nové kapitálové přiměřenosti bank, nazývané Basel 2. Koncept byl poprvé zveřejněn v červnu 2004 poté, co jej odsouhlasili guvernéri centrálních bank a představitelé regulačních orgánů zemí G 10. Cílem opatření je dále zvýšit odolnost bank vůči rizikům, zdokonalit systémy řízení rizik a zároveň nezpůsobit výrazné změny v celkovém objemu kapitálu, kterým finanční instituce disponují. Navrhuje se převzít koncept do národních pravidel od konce roku 2006 s tím, že nejnáročnější metody budou moci banky používat až od konce roku 2007. (Bližší informace o kapitálové přiměřenosti lze nalézt např. na www.cnb.cz/media_ci_04_041118b.php)