

Manažérsky pohľad na cash flow ako zdroj finančnej analýzy podniku

Znalosť a pochopenie podstaty peňažných tokov, ich pohybu patrí základným otázkam finančného manažmentu ako subsystému podnikového manažmentu podniku. Pojem cash flow sa začal rozvíjať v šesťdesiatich rokoch v Nemecku ako ukazovateľ, v sedemdesiatich rokoch vo Veľkej Británii, neskôr v USA ako výkaz kapitálových tokov, v bývalom Československu sa začal používať v roku 1991. Vykazovanie cash flow sa od roku 1971 stalo v USA povinnou súčasťou účtovnej závierky podniku, vo Veľkej Británii od roku 1975, Európska únia, v štvrtej direktíve z roku 1978 doporučuje členským krajinám zostavovanie tohto výkazu. Výbor pre medzinárodné účtovné štandardy vydáva v roku 1977 medzinárodný účtovný štandard IAS 7, ktorý upravuje jednotné vykazovanie cash flow. Čoraz viac sa vo svete presadzuje názor, že ukazovatele zostavené na báze cash flow majú pre podnikovú analýzu a finančný manažment väčšiu vypovedaciu schopnosť ako ukazovatele, ktoré sú zostavené tradičnou metódou. Cash flow (peňažný tok, hotovostný tok) je reálny pohyb (tok) peňazí v podniku. Nutnosť tohto výkazu súvisí s aktuálnym princípom v podvojnóm účtovníctve. Podnik môže vykazovať vysoké tržby a zisk v účtovníctve, ale jeho peňažný príjem a stav peňažných prostriedkov môže byť nízky, čo je dôsledkom toho, že náklady sa nie vždy nerovnajú výdajom a výnosy sa nie vždy nerovnajú príjmom, medzi nimi je zásadný rozdiel, náklady a výnosy sa účtujú do obdobia, s ktorým vecne a časovo súvisia, a nie v období, v ktorom sa prejavujú ako príjmy alebo výdavky. Výkazy peňažných tokov vylučujú problémy spojené s aktuálnym účtovníctvom, ktoré časovo rozlišuje vecný a časový nesúlad. Výkaz cash flow (*statement of cash flow*) vylučuje dôsledky možnej manipulácie so ziskom, prevádzané výlučne podnikovým manažmentom s cieľom vykázať žiaducu výšku hospodárskeho výsledku. Umožňuje oddeliť peňažné prostriedky vyprodukované podnikom z vygenerovaných výnosov a identifikovať principiálne zdroje a užitie týchto peňazí.

Peňažné toky sa združujú v pohľadávkach a v záväzkoch. Pohľadávky tvoria bod, v ktorom sa aktíva premieňajú na peniaze a tiež bod, ktorý viaže peniaze, na druhej strane záväzky odkladajú reálny úbytok peňazí. Zvýšenie pohľadávok znamená úbytok peňažných prostriedkov, zníženie pohľadávok znamená prírastok peňažných prostriedkov, zvýšenie záväzkov signalizuje prírastok peňazí a nakoniec zníženie záväzkov znamená úbytok peňazí.

Prehľad peňažných tokov nám poskytuje informácie o príjmoch a výdajoch podniku, v trhovách ekonomikách predstavuje jeden z najfrekvencovanejších finančno-účtovných ukazovateľov, veľmi prehľadne, komplexne a systémovo zachytáva hospodárske a finančné transakcie podniku, teda jeho podstatou je zmena stavu peňažných prostriedkov. Peňažné toky zahrňujú všetky príjmy a výdaje bežného obdobia, bez ohľadu na to, či boli výnosom, alebo nákladom bežného obdobia. Kapitálové toky t. j. prírastky (*increases*) a úbytky (*decreases*) menia štruktúru súvahy, prírastky peňažných prostriedkov nám predstavujú zdroje a úbytky peňažných prostriedkov nám predstavujú majetok. Peňažné ekvivalenty (*Cash equivalents*) – sú krátkodobý finančný majetok, napr. likvidné cenné papiere na obchodovanie. Výsledok hospodárenia sa nezhoduje s výškou peňažných prostriedkov s ktorými podnik disponuje. Výsledok hospodárenia je ocenený výsledný efekt činnosti účtovnej jednotky dosiahnutý v účtovnom období. Príjmy (*inflows*) (dotácie, poskytnutý úver) sú viazané na reálny prísun pragmatických peňažných prostriedkov v likvidnej forme na účet podniku predstavujú prírastok peňažných prostriedkov alebo prírastok ekvivalentov peňažných prostriedkov. Výdavky (*outflows*) (splátka úveru) sa viažu na úbytok peňažných prostriedkov v obstarávacích procesoch predstavujú úbytok peňažných prostriedkov alebo úbytok ekvivalentov peňažných prostriedkov. Rast zisku ešte neznamená rast peňažných prostriedkov. Zisk nie je to isté čo peniaze. To je dôvodom, prečo sa finančné informácie často odlišujú od zisku a aktuálneho účtovníctva a prikláňajú sa k peňažným tokom. Nákladom (*cost*) rozumieme spotrebu majetku v priamom výrobnom procese, (odpisy, tvorba opravných položiek, rezervy, odložená daň), teda ide o zníženie ekonomických úžitkov v účtovnom období, ktoré sa dá spoľahlivo oceniť. Výnosom (*revenue*) rozumieme zvýšenie ekonomických úžitkov v určitom období, ktoré sa dá spoľahlivo oceniť (príjmy budúcich období, zmena stavu nedokončenej výroby, zmena stavu zásob, zúčtovanie rezerv a opravných položiek). Výnosy podniku sú peňažnou čiastkou ktorú podnik získal zo všetkých svojich činností za určité účtovné obdobie bez ohľadu na to, či v tomto období došlo k ich úhrade. Realizujú sa v okamžiku vyskladnenia tovaru alebo poskytnutia služby. Hlavnými výnosmi výrobného podniku sú tržby získané z predaja výrobkov, tovarov a poskytnutých služieb. Zisk daný rozdielovou aditívnou väzbou výnosov a nákladov, upravuje sa na peňažný tok CF odpočítaním nepeňažných výnosov a pripočítaním nepeňažných nákladov, teda pripočítajú sa príjmy, ktoré sa neprejavia vo výnosoch a odpočítajú sa výdaje, ktoré sa neprejavia v nákladoch. Výkaz cash flow môže mať horizontálnu (bilančnú) formu, vertikálnu (retrográdnou) formu.

Výkaz pomáha odpovedať okrem iného aj na otázky :¹

- koľko peňazí bolo vytvorených a použitých v bežnej prevádzkovej činnosti podniku?
- aké iné významné zdroje peňažných prostriedkov boli zaznamenané v danom období?
- využíva podnik voľné peňažné prostriedky efektívne, alebo ich neúčelne viaže?
- do akej miery sú investičné potreby podniku financované zo zisku (z vnútorných zdrojov) a do akej miery sú kryté napr. úverom, príp. inými externými zdrojmi?
- akú časť z externe získaných finančných prostriedkov tvoria externé zdroje a akú časť tvoria príjmy vlastných peňažných prostriedkov?

Prevádzková oblasť predstavuje fundamentálne aktivity podniku, ktoré prinášajú podniku výnosy. Informácie o cash flow z prevádzkovej činnosti sú významne pre odhady budúcich cash flow podniku. V rámci prevádzkovej činnosti sa vytvárajú peniaze na napr. splátku úrokov, výplatu miezd, prevádzkové náklady. Kritickými faktormi v rámci prevádzkového cash flow sú optimalizácia úrokov a daní, pokles prevádzkových nákladov, manažment pohľadávok, manažment zásob, manažment obežného majetku, manažment krátkodobého financovania. Manažment obežných aktív a riadenie krátkodobých záväzkov výrazne participuje na zmene čistého pracovného kapitálu. Investičná oblasť informuje o tom, v akej miere podnik vynakladá peniaze na dlhodobý majetok, ktorý predstavuje podstatný článok budúcich ziskov. Generátorom investičného cash flow je predovšetkým dlhodobý majetok a špecifické úvery. Kritickým faktorom je tu najmä efektívne investovanie a redukcia nepotrebných aktív v rámci dlhodobých aktív. V rámci investičnej činnosti ide napr. nákup a predaj majetku, príjmy z predaja hmotných, nehmotných a finančných aktív, príjmy zo splátok úveru, platby súvisiace s poskytnutím úveru a pod. Finančná oblasť spolu s investičnou činnosťou majú úzky vzťah. V rámci finančnej činnosti ide o napr. splátky dlhov, výplata dividend, dotácie, vinkulácie, príjmy z emisie akcií či podielu, dlhopisov, príjmy z peňažných darov. Najväčšou kritickou príčinou generátora vlastného kapitálu ako investičného cash flow je dividendová politika, v rámci dlhodobého financovania ide o optimálnu kapitálovú štruktúru.

Rozdiel medzi prevádzkovým hospodárskym výsledkom a cash flow z prevádzkovej činnosti je podľa názoru anglických analytikov v kvalite zisku, pretože „najkvalitnejšie“ zisky sú tieto, ktoré sú zároveň sprevádzané prírastkami peňažných prostriedkov. Prevádzkový zisk obsahuje aj zisky viazané v pracovnom kapitáli (zásobách, pohľadávkach) alebo čisté účtovné zisky bez odpovedajúcich peňažných tokov (kurzové rozdiely). Manažér prognózuje budúcu

¹ Belica, M.: Podnikové financie. 2002. Nitra. s. 43

finančnú situáciu podniku podľa prehľadu finančných tokov z prevádzkovej, investičnej a mimoriadnej činnosti. Ak je prevádzkový cash flow záporný, podnik spotrebuje viac peňažných prostriedkov než inkasuje, inak podnik môže mať problémy so zaistením hotových peňazí pre splácanie svojich dlhov. Ak je prevádzkový cash flow kladný a podnik vykazuje prevádzkovú stratu, potom podnik môže mať možné problémy v hospodárení, tzv. neschopnosť podniku zhodnocovať vložený kapitál. Ak je prevádzkový výsledok a zároveň aj cash flow z prevádzkovej činnosti pozitívny, potom podnik by nemal mať problémy a mal by podporovať vhodnými metódami ďalší vývoj.

Prehľad peňažných tokov spolu s účtovnými výkazmi t. j. súvaha (zachycuje stav majetku a kapitálu k určitému okamžiku) a výkaz ziskov a strát (zaznamenáva rôzne kategórie výnosov, nákladov a zisku v období ich vzniku, bez ohľadu na to, či vznikajú skutočné reálne peňažné príjmy či výdaje), tvoria tzv. **tribilančný systém**, v ktorom môžeme sledovať štyri základne hospodárske transakcie. Súvaha, výkaz ziskov a strát, prehľad peňažných tokov a výkaz zmien vlastného kapitálu, ich vzájomné interakcie predstavujú **štvorbilančný systém**. Základné typy hospodárskych transakcií:

1 – vzájomná interakcia medzi cash flow a súvahou

$$\mathbf{ZS\ PP + \downarrow A - \uparrow A + \uparrow K - \downarrow K = KS\ PP}$$

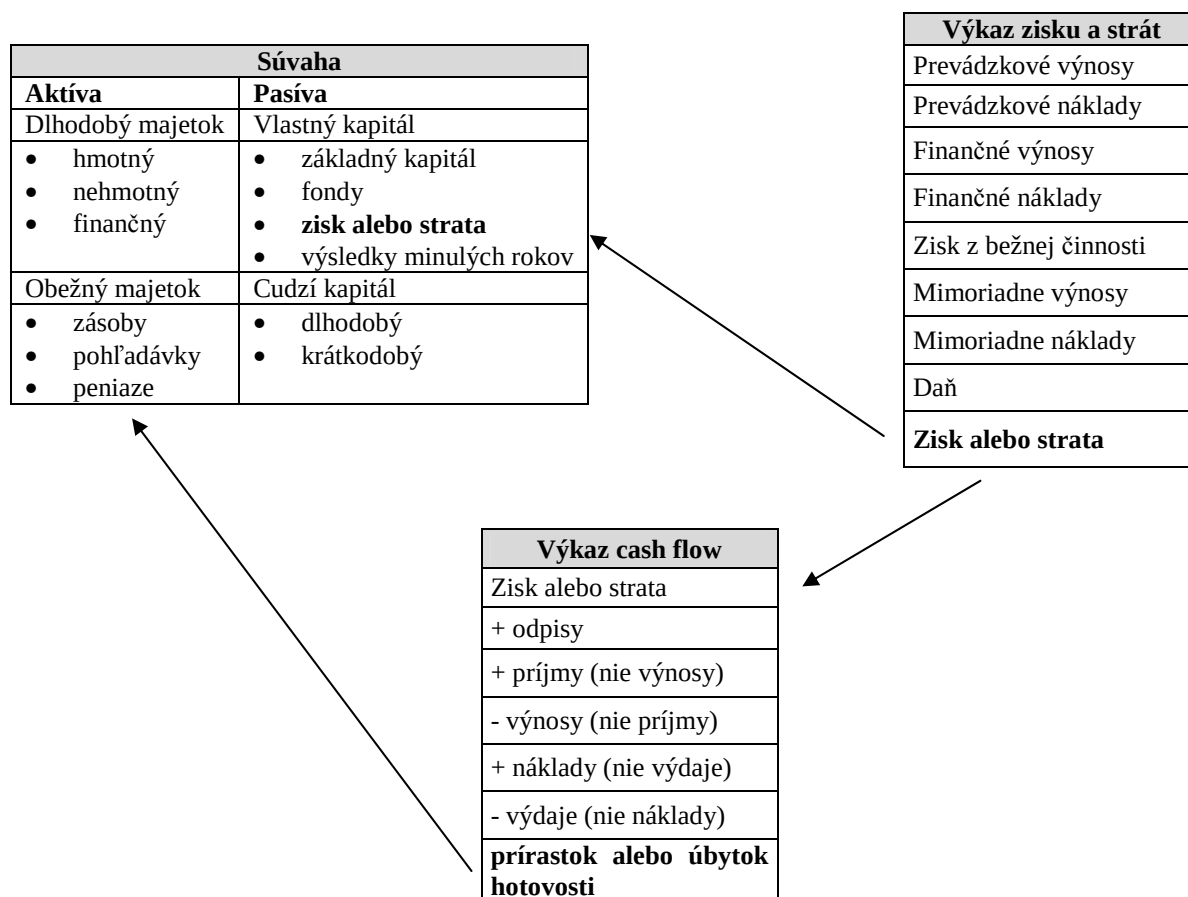
2 –interakcia iba na zisk a nie na cash flow (súvaha, VZaS)

3 –interakcia na zisk a zároveň na cash flow, ide o najjednoduchšiu transakciu, pretože náklad je zároveň výdajom a výnos príjmom, dochádza k čistému peňažnému toku, ktorý vyjadruje zmenu stavu peňažných prostriedkov podniku. (VZaS, CF)

$$\mathbf{ZS\ PP = -N + V = KS\ PP}$$

4 – nie je vplyv na zisk a ani na cash flow (v rámci súvahy)

$$\mathbf{ZS\ PP = -\uparrow A (\downarrow K) + \uparrow K (\downarrow A) = KS\ PP}$$



Zdroj: Scholleová (2008, s.42)

Metódy zostavovania cash flow

- ✓ priama metóda
- ✓ nepravo priama metóda
- ✓ nepriama metóda

Priama metóda (metóda založená na sledovaní skutočných príjmov a výdajov), je založená na princípe priameho zachytenia príjmov a výdajov. Výhodou je prehľadnosť a zrozumiteľnosť. Nevýhodou je nemožnosť vysvetliť príčiny rozdielov medzi ziskom (stratou) a príjmami, výdajmi, pokladničné a bankové operácie, ktoré sú zachytené na príslušných účtov, neumožňujú zistiť účel, za ktorým boli prevedené.

Nepravá priama metóda (modifikovaná priama metóda, náhradná priama metóda), z výkazu ziskov a strát prevezmeme výnosy a náklady, ktoré sa potom korigujú o zmeny položiek aktív a pasív. Napr. náklady na materiál sa upravujú na výdaje o zmeny stavu záväzkov voči dodávateľovi materiálu, stavu materiálu na sklade, alebo tržby z predaja tovaru zúčtované do výnosov sa znižujú o hodnotu pohľadávok spojených s týmito výnosmi, resp. zvyšujú o hodnotu záloh prijatých od odberateľov tovaru a pod, teda z hospodárskych operácií vyberieme tie, ktoré sú ziskovo účinné, aby sme mohli zistiť

celkové výnosy a náklady upravovať na príjmy a výdaje, z ktorých rozdiel predstavuje cash flow z prevádzkovej činnosti.

Nepriamu metódu je možné použiť len pre prevádzkovú oblasť, nie je možné ju použiť pre oblasť finančnú a mimoriadnu, veľmi prehľadne zachycuje transformáciu výsledku hospodárenia na čisté peňažné toky. Pri nepriamej metóde platia štyri základné zásady, náklad sa k výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením pripočítava, výnos sa od výsledku hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením odpočítava, zmena stavu súvahových položiek majetku sa uvádza vždy s opačným znamienkom, ako sa vyčíslí, zmena stavu súvahových položiek záväzkov sa uvádza vždy s rovnakým znamienkom, ako sa vyčíslí. Pri zjednodušenej podobe cash flow celkové príjmy môžeme vyjadriť aditívnou súčtovou väzbou EAT plus odpisy, zmena BÚ, zmena VK (emisie akcií) plus zmena NZ. Celkové výdaje môžeme vyjadriť súčtom zmeny ČPK, zmenou dlhodobých aktív (investície) plus dividendy. Zmena ČPK (bez finančného majetku) pri nepriamej metóde výpočtu cash flow sa rovná korekcia zmeny stavu zásob mínus zmena stavu pohľadávok plus zmena stavu krátkodobých záväzkov. Výsledok hospodárenia po zdanení EAT plus odpisy plus zmena čistého pracovného kapitálu (bez FM) predstavuje cash flow z prevádzkovej činnosti. Zmena (Δ) indikátora predstavuje rozdiel ukazovateľa v danom období mínus hodnota ukazovateľa v predchádzajúcom období.

Aj napriek tomu, že je dopredu známy výsledok CF vyplývajúci zo súvahy ako rozdiel finančného majetku, mali by sme zisťovať cash flow pomocou nepriamej metódy, najmä preto, že dôležité nie sú len informácie o konečnom stave finančných prostriedkov, ale predovšetkým informácie kam sa peňažné prostriedky strácajú, ako sa menia a pod. v dôsledku zefektívnenia finančného manažmentu (logistika, platobná morálka odberateľov a pod.). Ak prevádzkový výsledok hospodárenia a cash flow z prevádzkovej činnosti sú negatívne, potom je to pre podnik najhoršia možnosť, ktorá je spôsobená nedostatkom hotovostných peňazí a taktiež aj nedostatočnou produkčnou schopnosťou. Podnik je nútený pristúpiť k opatreniam na vyriešenie problému.

Prevádzkový cash flow I. = Čistý zisk + odpisy
Prevádzkový cash flow II. = Prevádzkový cash flow I. + / - zmena stavu zásob
Prevádzkový cash flow III. = Prevádzkový cash flow II. + / - zmena stavu
krátkodobých pohľadávok + / - zmena stavu krátkodobých úverov

Cash flow ako nevyhnutný indikátor finančných metrík.

Ukazovatele zostavované na báze cash flow vyjadrujú pre finančno-ekonomickú analýzu v podniku čoraz väčší význam. Cash flow v zjednodušenej podobe sa rovná zisk plus odpisy plus (mínus) zmena dlhodobých rezerv. Daňové výdaje, daňové predpisy umožňujú mať úľavu na dani, čím sa mení daňová sadzba. Úrokové výdaje sú zvyčajne dané výškou úrokovej sadzby. Vyčlenením mimoriadnych príjmov a výdajov od cash flow dosiahneme vyššiu vypovedaciu schopnosť. Ukazovateľ cash flow solventnosti sa môže vyskytovať v dvoch podobách. Krátkodobá toková zadlženosť vlastne vyjadruje schopnosť podniku uhradiť krátkodobé pasíva peňažnými prostriedkami, (vyjadruje likviditu). Druhý ukazovateľ vyjadruje schopnosť podniku hradiť všetky záväzky (cudzie pasíva) z vyprodukovaného cash flow. Za optimálnu hodnotu stupňa oddlženia sa považuje hodnota 0,2 – 0,3. Stupeň oddlženia ako podiel cash flow a záväzkov interpretuje schopnosť vyrovnať vzniknuté záväzky z vlastnej finančnej sily. Krátkodobá toková oddlženosť kvantifikuje pomer cash flow kú krátkodobým záväzkom. Úrokové krytie merané pomocou cash flow signalizuje riziko neúnosnej zadlženosti, vyjadruje krytie úrokov pomocou cash flow. Je dané pomerom súčtu cash flow a nákladových úrokov k nákladovým úrokom. Rentabilita obratu dáva do pomeru cash flow z prevádzkovej činnosti a obrat, indikátor interpretuje finančnú výkonnosť podniku, nie je determinovaný inováciami, investičnými cyklami. Indikátor výnosnosti celkového kapitálu pomocou cash flow dáva do pomeru cash flow z prevádzkovej činnosti a celkové aktíva, (celkový kapitál). Kvantifikuje koľko peňažných prostriedkov je podnik schopný vygenerovať z jedného eura celkového kapitálu. Ak je výsledok menší ako výška úrokovej miery úrokov, podnik by nemal uvažovať o ďalšom úverovaní. Ak je ukazovateľ čo najvyšší, potom môže podnik uvažovať o ďalších úverov. Ukazovateľ stupňa samofinancovania investícií ako pomer cash flow a investícií vyjadruje mieru finančného krytia investícií z vlastných zdrojov. Indikátor je ovplyvňovaný čistým pracovným kapitálom. Ak je indikátor väčší ako 1 resp. 100%, potom podnik pokryje svojimi peňažnými prostriedkami investície, a následne môže zvyšné prostriedky použiť napr. na splátky úverov a pod. v opačnom prípade t. j. ak je výsledok menší ako 1, resp. 100% je nutná potreba financovania investícií externými zdrojmi. Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu pomocou cash flow je ovplyvňovaný celkovou štruktúrou zdrojov financovania. Nie je ovplyvňovaný odpismi a tvorbou dlhodobých rezerv. Je dekomponovaný pomocou súčtovej aditívnej väzby pomerovým indikátorom cash flow k aktívam a pomerovým indikátorom cudzích zdrojov k vlastnému kapitálu a aditívnou rozdielovou väzbou cash flow k aktívam

a podielom nákladových úrokov na cudzom kapitáli, súčinom aditívnej súčtovej a aditívnej rozdielovej väzby je možná kvantifikácia finančného pomerového ukazovateľa cash flow k vlastnému kapitálu. Ukazovateľ cash flow na akciu sa najčastejšie používa ako meradlo, ktoré vypovedá o schopnosti podniku platiť dividendy. Meria sa ako pomer cash flow na počet akcií. Pomer trhovej ceny akcie ku cash flow na akciu interpretuje stupeň ocenenia cash flow podniku kapitálovým trhom. Ukazovatele na báze cash flow vyjadrujú vnútornú kapacitu podniku, schopnosť podniku tvoriť prebytky nevyhnutné pre financovanie ďalších potrieb podniku.

Manažment firmy by sa mal starať o cash flow tak ako i o zisk. Celková interpretácia finančných tokov podnikateľských subjektov je determinovaná finančnými hospodárskymi cieľmi, budúcim finančným hospodárskym dianím ako aj od celkovej finančnej pozície podniku d začiatku obdobia. Cash flow je východiskom pre riadenie likvidity podniku, ide teda o retrospektívny cash flow, ktorý odpovedá na otázku, odkiaľ sa peniaze a ich ekvivalenty v danom časovom intervale vzali a kde sa podeli. Manažéri tak sledujú absolútnu a relatívnu intenzitu jednotlivých peňažných tokov, posuny a mieru ich stability. Zo statického pohľadu predstavuje cash flow voľnú zásobu peňazí, ktorou podnik má k dispozícii. V dynamickom pojatí ide o budúce peňažné toky, ktoré sú akousi súčasťou podnikového plánu. Cieľom prehľadu peňažných tokov je poskytovať informácie investorom, dodávateľom, veriteľom, audítorm, manažmentu podniku o vývoji finančnej situácie podniku v danom období, neziskovým organizáciám, zamestnancom atď. Mal by umožniť užívateľom aplikovať modely pre odhad súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov a medzi podnikovú komparáciu. Finanční manažéri by sa mali zameriavať na plánované cash flow podniku, ktoré môže byť počítané z investičných projektov, čo je z hľadiska stratégie firmy kľúčovým javom. Peňažný tok kapitálových výdajov a peňažných príjmov z projektu je východiskom pre hodnotenie investičných variant, tvorí pevnú škálu pre hodnotenie efektívností investícií a metód pre oceňovanie podnikateľských subjektov. Tajomstvom finančného manažéra je dosiahnuť pozitívny cash flow, ktorého v neposlednom rade bude zvyšovanie trhovej hodnoty podnikateľského subjektu ako jedného s kardinálnych cieľov podniku.

LITERATÚRA

- [1] BELICA, M.: Podnikové financie. Nitra: SPU 2002. 1vyd. 172s.ISBN 80-8069-006-5.
- [2] BUCKI, R. – FRACKIEWICZ Z.: Modelling and Management of Undesired Events in the Logistic System. In: Management 2010. (PartII.) : Knowledge and management in times of crisis and ensuing development Prešov : University of Prešov in Prešov, 2010. – ISBN 978-80-555-0257- - P. 814-825.
- [3] JENČOVÁ, S.: Finančno-ekonomická analýza podnikateľských subjektov. Prešov: Grafotlač. 2011. 1. vyd.256s. ISBN 978-80-970485-7-0.
- [4] LANDA, M.: Finanční plánování a likvidita.. Brno: Computer Press, a.s. 2007. 1 vyd.180 s ISBN 978-80-251-1492-6
- [5] MAŤOVČÍKOVÁ, D.: Finančná kríza a efekt záchranných opatrení centrálnych bánk a vlád. In: Biatec odborný bankový časopis. 2009. ISSN 1335-0900, roč.17, č.1, s. 17-21.
- [6] SCHOLLEOVÁ, H.: Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. Praha: Grada Publishing, a. s. 2008. 256s.ISBN 978-80-247-2424-9.

Ing. Sylvia Jenčová, PhD.
Katedra financií a účtovníctva
Fakulta manažmentu PU v Prešove
sjencova@gmail.com
0910 111 040,

Mgr. Eva Litavcová, PhD.
Katedra kvantitatívnych metód a manažérskej informatiky
Fakulta manažmentu PU v Prešove
eva.litavcova@unipo.sk