

Projekt hodnocení výkonnosti podniku Mitas, a.s.

Bc. Dalibor Hába

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav podnikové ekonomiky
akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Dalibor Hába**
Osobní číslo: **M110454**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt hodnocení výkonnosti podniku Mitas, a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Provedte průzkum literárních zdrojů a zpracujte kritickou literární rešerši k problematice hodnocení výkonnosti podniku.

II. Praktická část

- Charakterizujte podnik Mitas, a.s.
- Zhodnoťte výkonnost tohoto podniku pomocí tradičních metod hodnocení výkonnosti.
- Vypracujte projekt hodnocení výkonnosti tohoto podniku pomocí moderních měřítek výkonnosti.
- Zhodnoťte přínosy, náklady a rizika implementace moderních měřítek výkonnosti pro tento podnik.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

KAPLAN, Robert S. a David P. NORTON. Balanced scorecard: strategický systém měření výkonnosti podniku. 5. vyd. Praha: Management Press, 2007, 267 s. ISBN 978-80-7261-177-5.

MARÍK, Miloš a Pavla MARÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI : přepracované a rozšířené vydání. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

WAGNER, Jaroslav. Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Zdeněk Raška, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **21. června 2013**

Termín odevzdání diplomové práce: **12. srpna 2013**

Ve Zlíně dne 21. června 2013



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



doc. Ing. Boris Popesko, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacího zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně dne 12. 8. 2013

Kateřina Dalibor

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá problematikou měření výkonnosti podniku Mitas a.s. pomocí tradičních a moderních ukazatelů výkonnosti. Teoretická část obsahuje literární rešerši k dané problematice. Praktická část se skládá z analytické a projektové části. V analytické části je vypracována finanční analýza podniku. Projektová část obsahuje hodnocení výkonnosti podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty a projekt implementace tohoto měřítka do podniku.

Klíčová slova: výkonnost podniku, tradiční a moderní ukazatele výkonnosti, finanční analýza, ekonomická přidaná hodnota, Balance scorecard

ABSTRACT

The diplom thesis deals with the problematic of the measurement of the performance of the company Mitas, a.s. with help of the traditional and modern indicators of performance. The theoretical part contains the literature search to this problematic. The financial analysis of the company is made in the analytical part. The project part contains the assessment of the performance of the company with help of economic value added and project of implementation of this indicator into the company.

Keywords: performance of the company, traditional and modern indicators of performance, financial analysis, economic value added, Balance scorecard

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucímu mé diplomové práce panu ing. Zdeňku Raškovi Ph.D. za cenné rady a připomínky. Dále bych chtěl poděkovat panu ing. Petru Strojilovi ze společnosti Mitas, a.s. za poskytnutí potřebných údajů.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 POJETÍ VÝKONNOSTI A PŘÍSTUPY K JEJÍMU MĚŘENÍ	13
1.1 KONCEPTY MĚŘENÍ PODNIKOVÉ VÝKONNOSTI.....	13
1.2 KLASICKÉ A MODERNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI PODNIKU Z POHLEDU TEORIE A PRAXE	14
2 KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI PODNIKU A VYUŽITÍ FINANČNÍ ANALÝZY PŘI ŘÍZENÍ PODNIKU	15
2.1 ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	15
2.1.1 Rozdílové ukazatele	15
2.2 POMĚROVÉ UKAZATELE	16
2.2.1 Ukazatelé likvidity	16
2.2.2 Ukazatele zadluženosti.....	17
2.2.3 Ukazatele aktivity.....	18
2.2.4 Ukazatele rentability	19
2.2.5 Ukazatele kapitálového trhu.....	21
2.3 SOUSTAVY POMĚROVÝCH UKAZATELŮ.....	21
2.4 SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	22
2.4.1 Altmanova analýza.....	22
2.5 NĚKTERÉ DALŠÍ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY	22
2.6 SLABÉ STRÁNKY KLASICKÝCH METOD HODNOCENÍ VÝKONNOSTI	23
2.6.1 Vypovídací schopnost účetních výkazů a účetní praktiky	23
2.6.2 Vliv mimořádných událostí a sezonních faktorů a doporučené hodnoty ukazatelů	24
2.6.3 Srovnávání výkonnosti několika podniků.....	24
2.6.4 Zanedbání rizika a nákladů obětovaných příležitosti.....	24
2.6.5 Celkové shrnutí	24
3 MODERNÍ MĚŘÍTKA VÝKONNOSTI PODNIKU	26
3.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW (DCF)	26
3.2 TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA (MVA)	26
3.3 EXCESS RETURN.....	27
3.4 TOTAL SHAREHOLDER RETURN (TSR).....	27
3.5 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA).....	28
3.5.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitálu.....	29
3.5.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM).....	29
3.5.1.2 Model arbitrážního oceňování	30
3.5.1.3 Stavebnicový model.....	30
3.5.1.4 Další modely pro stanovení nákladů na vlastní kapitál	31
3.5.2 Úpravy rozvahy – vymezení čistých operativních aktiv (NOA).....	31
3.5.3 Úpravy výkazu zisku a ztráty – vymezení čistého operativního zisku (NOPAT).....	33
3.5.4 Využití ukazatele EVA	33
3.5.5 Předpoklady úspěšného zavedení koncepce EVA	34

3.5.6	Výhody a nevýhody ukazatele EVA	35
3.6	CASH FLOW NÁVRATNOST INVESTOVANÉHO KAPITÁLU (CFROI)	36
3.7	HOTOVOSTNÍ RENTABILITA HRUBÝCH (BRUTTO) AKTIV (CROGA)	37
3.8	BALANCE SCORECARD (BSC)	37
II	ANALYTICKÁ ČÁST	40
4	PŘEDSTAVENÍ PODNIKU MITAS A.S.	41
4.1	STRUČNÁ ANALÝZA ODVĚTVÍ	42
5	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU MITAS POMOCÍ FINANČNÍ ANALÝZY	43
5.1	ANALÝZA MAJETKOVÉ STRUKTURY	43
5.2	ANALÝZA FINANČNÍ STRUKTURY	44
5.3	ANALÝZA VÝNOSŮ	45
5.4	ANALÝZA NÁKLADŮ	46
5.5	ANALÝZA VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ	48
5.6	ANALÝZA CASH FLOW	49
5.7	ANALÝZA ČISTÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU	50
5.8	ANALÝZA ZADLUŽENOSTI, MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY	50
5.9	ANALÝZA LIKVIDITY	51
5.10	ANALÝZA AKTIVITY	52
5.11	ANALÝZA RENTABILITY	53
5.12	VLIV ZADLUŽENOSTI NA RENTABILITU VLASTNÍHO KAPITÁLU	54
5.13	DALŠÍ POMĚROVÉ UKAZATELE	54
5.14	SOUHRNNÉ UKAZATELE PODNIKU	55
5.15	SPIDER ANALÝZA	55
5.16	ZÁVĚREČNÉ SHRNUTÍ FINANČNÍ ANALÝZY	57
III	PROJEKTOVÁ ČÁST	59
6	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POMOCÍ MODERNÍHO UKAZATELE EVA	60
6.1	ÚPRAVA AKTIV NA TZV. ČISTÁ OPERATIVNÍ AKTIVA (NOA)	60
6.2	VYMEZENÍ NOPAT	63
6.3	VÝPOČET WACC	65
6.4	VÝPOČET EVA	68
6.5	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELE EVA	69
7	PROJEKT IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA V PODNIKU MITAS, A.S.	72
7.1	STÁVAJÍCÍ SYSTÉM MĚŘENÍ VÝKONNOSTI	72
7.2	POŽADAVKY KLADENÉ NA TENTO SYSTÉM	72
7.3	ZAVÁDĚNÍ KONCEPTU EVA V PODNIKU	73
7.3.1	Sestavení projektového týmu	73
7.3.2	Časový harmonogram zavádění konceptu EVA	74
7.4	JEDNOTLIVÉ ETAPY ZAVÁDĚNÍ KONCEPTU EVA	74
7.4.1	Measurement	74

7.4.2	Management	75
7.4.3	Motivation	76
7.4.4	Mindset.....	77
7.5	NÁKLADY A RIZIKA PROJEKTU	78
7.6	PŘÍNOSY PROJEKTU	78
	ZÁVĚR	79
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	80
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	82
	SEZNAM OBRÁZKŮ	84
	SEZNAM TABULEK.....	85
	SEZNAM PŘÍLOH.....	87

ÚVOD

Každý podnik bez ohledu na obor podnikání potřebuje pro svůj úspěch v současném značně turbulentním a vysoce konkurenčním podnikatelském prostředí vhodný systém měření výkonnosti. Pro výkonnost podniku obecně neexistuje jednotná definice, což odráží i to, že jednotlivé zájmové skupiny v podniku i mimo něj mají vlastní představy o tom, jak by měl výkonný podnik vypadat. Domnívám se však, že skutečně výkonným podnikem je finančně stabilní podnik s dobrou perspektivou růstu v budoucnu, jelikož se do očekávání budoucího vývoje promítají představy všech zájmových skupin. Současně si myslím, že neexistuje jediné univerzální měřítko výkonnosti, které by odpovídalo potřebám všech firem. Každý podnik by si měl najít vlastní měřítko výkonnosti, které nejlépe odpovídá jeho potřebám a dokáže co nejlépe identifikovat silné i slabé stránky podnikové výkonnosti a pomoci nalézt vhodná opatření, která přispějí ke zvýšení výkonnosti. V současné době se také velmi často mluví o tom, zda by podnik měl preferovat tradiční či moderní měřítko či měřítko finanční nebo nefinanční. Domnívám se, že by podnik měl pracovat se všemi skupinami měřítek. Splnění cílů podniku v nefinančních perspektivách by se totiž mělo projevit následně ve splnění cílů ve finanční perspektivě.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 POJETÍ VÝKONNOSTI A PŘÍSTUPY K JEJÍMU MĚŘENÍ

Pod pojmem výkonnost se nejčastěji rozumí schopnost podniku co nejlépe zhodnotit investice vložené do jeho podnikatelských aktivit. Přičemž je nutné si uvědomit, že výkonnost podniku hodnotí jednotliví aktéři trhu rozdílně. Zákazníci považují za výkonný ten podnik, který dokáže odhadnout a splnit jejich přání nabídkou produktů či služeb za ceny, které odpovídají jejich představám. Klíčovými kategoriemi zákaznické perspektivy jsou kvalita, dodací lhůta a cena. Manažeři hodnotí podnik jako výkonný, pokud prosperuje. Má stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky, nízké náklady, vyrovnané peněžní toky a dosahuje požadované rentability a dostatečné likvidity. Měřítkem výkonnosti podniku je pro manažery rychlost reakce na změny v jeho okolí a na vznik podnikatelských příležitostí. Vlastníci především chtějí dosáhnout co největšího zhodnocení investovaného kapitálu v co nejkratším časovém horizontu a současně si zajistit stabilní příjmy i ve vzdálenější budoucnosti. Klíčovými měřítky vlastnické perspektivy jsou tedy ukazatelé rentability, ekonomická přidaná hodnota (EVA) a hodnota podniku (cena akcie). (Šulák a Vacík, 2003)

1.1 Koncepty měření podnikové výkonnosti

V průběhu uplynulých desetiletí vznikla celá řada konceptů, podle nichž lze hodnotit výkonnost podniku. V posledních dvaceti letech vývoj směřuje od konceptů postavených na ziskových maržích či rentabilitě vloženého kapitálu (klasické ukazatele výkonnosti podniku) ke konceptům založeným na tvorbě hodnoty pro vlastníky a hodnotovému řízení (moderní ukazatele výkonnosti). V moderních koncepcích jsou preferováni vlastníci podniku, přičemž se vychází z toho, že uspokojení zájmů vlastníků povede v konečném důsledku k uspokojení ostatních zájmových skupin v podniku i mimo něj. V rámci hodnotového řízení podniku se tedy snažíme se tedy o maximalizaci hodnoty pro jeho vlastníky (shareholder value) a současně o maximalizaci hodnoty pro další skupiny spojené s daným podnikem (stakeholder value). Hodnotové řízení představuje systém, strategie, procesy, analytické techniky, výkonnostní měřítko i kulturu celého podniku. Přičemž vším prostupuje snaha o maximalizaci hodnoty, která může být vyjádřena jako čistá současná hodnota všech realizovaných investic podniku. Můžeme ji stanovit jako rozdíl současné hodnoty budoucích užiteků z investice a výše investice. Vzhledem k tomu, že čistá současná hodnota zohledňuje rizika podnikání, inflaci a časový horizont návratnosti investice, je v podnikové praxi jako měřítko efektivnosti investice upřednostňována. Kladné čisté současné hodnoty lze však dosáhnout jen při úspěšném prodeji konkurenceschopných produktů zákazníkům a

snížení podnikových nákladů. Zdrojem konkurenční výhody mohou být inovace produktů, použití vyspělých technologií, kvalitní management apod. Je nutné také připomenout, že efektivního řízení hodnoty podniku lze dosáhnout jen při důsledné aplikaci kritéria čisté současné hodnoty při přijímání veškerých investičních rozhodnutí. (Knápková a Pavelková, 2005)

1.2 Klasické a moderní ukazatele výkonnosti podniku z pohledu teorie a praxe

Můžeme říci, že neexistuje shoda mezi manažery podniků, poradenskými společnostmi a akademickou sférou na tom, který z obou konceptů měření výkonnosti podniku je vhodnější. Klasický přístup je postaven na snaze o maximalizaci zisku a mnohdy pracuje s mnoha ukazateli, které jsou často vzájemně neslučitelné (rentabilita a likvidita). Moderní přístupy se snaží o propojení všech lidí v podniku i lidí zodpovědných za podnikové procesy s cílem maximalizace hodnoty pro vlastníky podniku. Výhodou těchto přístupů je to, že pracují s ekonomickým ziskem, který je ovlivněn i alternativními náklady na kapitál, což jsou ušlé výnosy ze stejně rizikové investice, kterou podnik nerealizoval. Využití konceptu řízení hodnoty (Value Based Management) je jednou z největších změn ve finančním managementu v posledních letech. (Knápková a Pavelková, 2005) Historický vývoj pohledů na měření výkonnosti podniků od 20. let až do 90. let 20. století můžeme vidět v následující tabulce.

Tabulka 1 Historický vývoj ukazatelů výkonnosti (Šulák a Vacík, 2005)

Epocha			
1920	1970	1980	1990
Dupontův pyramidální rozklad	Výnosnost akcií (EPS)	Poměr tržní a účetní hodnoty	EVA
Návratnost investic (ROI)	Ukazatelé mající za základ poměr cena/vlastní jmění	ROE	Zisková marže
		RONA	MVA
		Cash-flow	Balance Scorecard
			Rentabilita investic z toku hotovosti
			Celkové příjmy vlastníků

2 KLASICKÉ UKAZATELE VÝKONNOSTI PODNIKU A VYUŽITÍ FINANČNÍ ANALÝZY PŘI ŘÍZENÍ PODNIKU

Klasické ukazatele výkonnosti (ukazatele finanční analýzy) můžeme rozdělit do několika skupin, přičemž všechny ukazatele vychází ze základních účetních výkazů (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz o peněžních tocích), v současnosti se tedy v rámci finanční analýzy využívají tyto ukazatele:

- Absolutní ukazatele
- Poměrové ukazatele
- Soustavy poměrových ukazatelů
- Souhrnné ukazatele

2.1 Absolutní ukazatele

Tyto ukazatele najdeme přímo v účetních výkazech. Údaje v rozvaze vyjadřují stav buď k určitému časovému okamžiku (stavové ukazatele) nebo údaje vyjadřují vývoj za určitý časový interval (tokové ukazatele), tyto ukazatele jsou pak součástí výsledovky a přehledu peněžních toků. Pomocí absolutních ukazatelů analyzujeme především vývojové trendy jednotlivých účetních položek v čase (horizontální analýza) či sledujeme jejich procentuální zastoupení na určité celkové hodnotě (vertikální analýza). (Horová a Hrdý, 2009)

2.1.1 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele patří mezi významnou skupinu absolutních ukazatelů. V rámci finančního řízení se velmi často využívá především ukazatel čistý pracovní kapitál, který je definován jako rozdíl mezi jednotlivými složkami oběžného majetku (zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek, hotovost) a krátkodobými závazky z obchodního styku či vůči státu a zaměstnancům. Čistý pracovní kapitál zajišťuje bezproblémový chod podniku, ať jde o výrobu či úhradu krátkodobých závazků a slouží také jako bezpečnostní polštář v případě odbytové krize podniku. Současně je však nutné se vyvarovat stavu, kdy větší část jeho stavu není efektivně využita. Jeho výše tedy zásadně ovlivňuje podnikovou výkonnost. Jako vodítko ke stanovení jeho optimální jeho výše nám může sloužit porovnání s nejlepšími podniky ze stejného či podobného oboru podnikání. Výše čistého pracovního kapitálu v podniku závisí rovněž na přístupu finančních manažerů k riziku, což se projevuje tím, jak velká část dlouhodobého majetku je kryta dlouhodobými cizími a vlastními zdroji. (Holečková, 2008)

2.2 Poměrové ukazatele

Patří k velmi používaným skupinám ukazatelů v rámci finanční analýzy. Odráží pět pohledů na finanční zdraví podniku. Mezi poměrové ukazatele řadíme ukazatele likvidity, zadluženosti, aktivity, rentability a ukazatele kapitálového trhu. (Neumaier a Neuimaierová, 2002)

2.2.1 Ukazatelé likvidity

Likviditou rozumíme schopnost podniku hradit své závazky. Ukazatele likvidity poměří to, co je potřeba platit (oběžný majetek) s tím, co je nutno zaplatit (krátkodobé závazky). Zde je nutné poukázat na to, že se jednotlivé složky oběžného majetku liší svou likvidností, tedy schopností přeměny na peníze. Nejlikvidnější jsou peníze v hotovosti a v podmínkách dobře fungujících finančních trhů i některé krátkodobé cenné papíry. K méně likvidním patří pohledávky a zásoby. Zcela nelikvidní je dlouhodobý majetek, a proto se v rámci analýzy likvidity neuvažuje. Likviditu měříme pomocí následujících ukazatelů:

Ukazatel běžné likvidity (likvidita III. stupně)

$$\text{Běžná likvidita} = \text{oběžný majetek} / \text{krátkodobé cizí zdroje}$$

Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby v daném okamžiku proměnil veškerá svá oběžná aktiva na hotovost. Doby splatnosti krátkodobých závazků a inkasa za prodané výrobky a služby by se měly přibližně krýt. Ukazatel je značně citlivý na velikost, strukturu, dobu obratu jednotlivých položek oběžných aktiv a měl by nabývat hodnot mezi 1,5-2,5. Pokud ukazatel nabývá hodnoty 1, je likvidita podniku značně riziková.

Ukazatel pohotové likvidity (likvidita II. stupně)

$$\text{Pohotová likvidita} = (\text{krátkodobé pohledávky} + \text{krát. finanční majetek}) / \text{krátk. cizí zdroje}$$

Ukazatel pohotové likvidity by měl nabývat hodnot v rozmezí od 1 do 1,5.

Ukazatel hotovostní (okamžitě) likvidity (likvidita I. stupně)

$$\text{Hotovostní likvidita} = \text{krátkodobý finanční} / \text{krátkodobé cizí zdroje}$$

Tento ukazatel by měl nabývat hodnot od 0,2 do 0,5. Vysoké hodnoty ukazatele svědčí o neefektivním využití finančních prostředků, což negativně ovlivňuje podnikovou rentabilitu.

Všechny uvedené ukazatele likvidity je však nutné považovat pouze za orientační charakteristiky, které mnohdy nepodávají jasný obraz o likviditě podniku. Mnohem významnější a přesnější je analýza likvidity získaná z výkazu peněžních toků, kde lze nalézt i informaci o tom, z jaké oblasti peněžní toky podniku pocházejí. Výkaz o peněžních tocích také umožňuje lepší prognózy vývoje budoucích peněžních toků.

Podíl čistého provozního kapitálu na oběžných aktivech

$$\text{Podíl ČPK na OA} = (\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé cizí zdroje}) / \text{oběžná aktiva}$$

Podíl čistého provozního kapitálu na oběžném majetku by měl dosahovat 30 % až 50 %. (Knápková a Pavelková, 2010)

2.2.2 Ukazatele zadluženosti

Jsou indikátorem rizika, které podnik podstupuje při dané struktuře vlastního a cizího kapitálu. Podnik by měl usilovat o minimalizaci nákladů na kapitál a o odpovídající majetkovou strukturu. Určitá výše zadlužení je zpravidla pro podnik vyhovující, pokud současně zvyšuje rentabilitu podniku, zadluženost však současně nesmí narušovat jeho solventnost a likviditu. K nejpoužívanějším ukazatelům zadluženosti patří:

Celková zadluženost

$$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí zdroje} / \text{aktiva celkem}$$

Celková zadluženost by se měla pohybovat mezi 30 až 60 %, závisí však na odvětví, ve kterém podnik působí. K získání větší vypovídací schopnosti ukazatele bychom měli mezi cizí zdroje zahrnout i výši leasingových závazků.

Míra zadluženosti

$$\text{Míra zadluženosti} = \text{cizí zdroje} / \text{vlastní kapitál}$$

Ukazatel je nazýván i finanční pákou, přičemž při pozitivním působení finanční páky roste i rentabilita vlastního kapitálu. Průměrná úroková míra dluhu musí být ovšem menší než rentabilita vlastního kapitálu. V opačném případě mluvíme o negativním vlivu finanční páky a zadluženost rentabilitu vlastního kapitálu snižuje. Velmi důležitá je v souvislosti se zadlužeností analýza doby splatnosti jednotlivých cizích zdrojů. Dlouhodobé cizí zdroje jsou sice dražší, ale jejich použití znamená pro podnik nižší riziko ve srovnání s levnějšími krátkodobými cizími zdroji.

Úrokové krytí

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

Ukazatel charakterizuje výši zadluženosti pomocí schopnosti podniku splácet úroky. Pokud je hodnota ukazatele rovna 1, je vytvořený zisk dostatečný k uspokojení požadavků věřitelů, ale na majitele podniku a stát už nezbyvá nic. Ukazatel by měl nabývat hodnoty vyšší než 5. V čitateli zlomku lze použít místo zisku před úroky a zdaněním i cash flow z provozní činnosti.

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku VK} = \text{vlastní kapitál} / \text{dlouhodobý majetek}$$

Hodnota ukazatele vyšší než 1 svědčí o tom, že podnik upřednostňuje stabilitu před výnosem, když financuje vlastním kapitálem i část oběžného majetku.

Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji

$$\text{Krytí dlouh. majetku dlouh. zdroji} = (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouh. cizí zdroje}) / \text{dlouh. majetek}$$

Při hodnotě ukazatele nižší než 1 podnik financuje část dlouhodobého majetku krátkodobými cizími zdroji, podnik je podkapitalizován a čistý pracovní kapitál je záporný. Podnik používá v tomto případě agresivní strategii financování. Při hodnotě vyšší než 1 hovoříme o překapitalizování podniku, kdy část oběžného majetku je financována dlouhodobými zdroji. Podnik využívá v tomto případě konzervativní strategii financování. (Šulák a Vacík, 2003; Knápková a Pavelková, 2005)

2.2.3 Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele měří schopnost využívat vložené prostředky a říkají nám, zda je velikost jednotlivých druhů aktiv přiměřená k hospodářským aktivitám podniku. Vysoký obrat působí pozitivně na rentabilitu podnikání a snižuje potřebu majetku a tedy zdrojů financování. Existují dva druhy ukazatelů aktivity a to doba obratu (měří počet dní, za které se daná položka obrátí) a obrat (měří, kolikrát se daná položka za dané období použije k podnikání).

Obrat aktiv

$$\text{Obrat aktiv} = \text{tržby} / \text{aktiva}$$

Minimální doporučená hodnota ukazatele je 1, je však silně ovlivněna příslušností k odvětví. Nízká hodnota svědčí o vysokém stavu majetku a jeho neefektivním využití.

Musíme však brát v potaz i to, že nízká hodnota ukazatele může signalizovat, že podnik investuje do budoucna a tyto investice zatím nepřinášejí kýžený efekt.

Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = (\text{průměrný stav zásob} / \text{tržby}) * 360$$

Ukazatel udává dobu, za kterou se peníze v zásobách promění opět v hotovost, přičemž je nutné analyzovat vývoj ukazatele v časové řadě. Optimální je klesající hodnota tohoto ukazatele.

Doba obratu pohledávek

$$\text{Doba obratu pohledávek} = (\text{průměrný stav pohledávek} / \text{tržby}) * 360$$

Ukazatel vyjadřuje, jak dlouho musí podnik čekat na úhradu od svých odběratelů při prodeji na obchodní úvěr. Hodnota ukazatele se srovnává s dobou splatnosti faktur a odvětvovým průměrem. Delší doba inkasa znamená i vyšší potřebu úvěrů a tím i vyšší náklady. Ideální je klesající trend tohoto ukazatele.

Doba obratu závazků

$$\text{Doba obratu závazků} = (\text{krátkodobé závazky} / \text{tržby}) * 360$$

Doba obratu závazků vyjadřuje dobu od vzniku závazků do jejich splatnosti. Doba obratu závazků by měla dosáhnout alespoň doby obratu pohledávek, v opačném případě by podnik mohl mít problémy se splácením svých krátkodobých závazků. (Knápková a Pavelková, 2005)

2.2.4 Ukazatele rentability

Měří úspěšnost při dosahování podnikových cílů srovnáváním zisku s jinými veličinami. Slouží také k porovnávání jednotlivých podniků či investičních variant a je možné sledovat jejich vývoj v časové řadě. Mezi nejpoužívanější ukazatele rentability patří:

Rentabilita vloženého kapitálu

$$\text{ROI} = \text{zisk} / \text{vložený kapitál}$$

Ukazatel rentability vloženého kapitálu slouží jako měřítko schopnosti podniku vytvářet zisk použitím investovaného kapitálu. Do čitatele zlomku lze dle potřeby dosazovat různé kategorie zisku a do jmenovatele cizí, vlastní i celkový investovaný kapitál.

Rentabilita celkového kapitálu (rentabilita aktiv)

$$\text{ROA} = \text{zisk} / \text{celková aktiva}$$

Ukazatel poměřuje zisk s celkovými investovanými aktivy bez ohledu na zdroj jejich financování. Částka vloženého kapitálu je brána z té části rozvahy, kde jsou vykázána aktiva. Do jmenovatele lze opět dosadit různé kategorie zisku, přičemž použitím ukazatele EBIT (zisk před úroky a zdaněním) umožňuje porovnání podniků v různých zemích s odlišnou mírou zdanění. Ukazatel EAT (čistý zisk) nám pak říká, jak efektivně management podniku využívá aktiva ve prospěch vlastníků podniku.

Rentabilita vlastního kapitálu

$$\text{ROE} = \text{zisk po zdanění} / \text{vlastní kapitál}$$

Měří výnosnost kapitálu vloženého akcionáři, hodnota ukazatele by měla vyšší než výnosnost stejně rizikové investice a výnosnost bezrizikové investice (státní dluhopisy, pokladniční poukázky).

Rentabilita úplatného kapitálu

$$\text{ROCE} = \text{EBIT} / \text{úplatný kapitál}$$

Do čitatele zlomku se dosazuje zisk před úroky a zdaněním, ve jmenovateli je dosazen součet úročených krátkodobých cizích zdrojů a úročeného dlouhodobého cizího kapitálu. Ukazatel měří schopnost podniku zhodnotit úročené vložené prostředky a je možné jím srovnávat výnosnost jednotlivých podniků bez ohledu na jejich kapitálovou strukturu.

Rentabilita tržeb

$$\text{ROS} = \text{zisk po zdanění} / \text{tržby}$$

Bývá označována též jako zisková marže nebo ziskové rozpětí. Udává, kolik korun zisku po zdanění připadá na 1 Kč tržeb. V čitateli může být použit i zisk před zdaněním a do jmenovatele se často dosazují celkové výnosy a to hlavně u finančních podniků. U nefinančních společností však preferujeme tržby, které zde tvoří hlavní složku výnosů. (Horová a Hrdý, 2009)

Zmínění ukazatelé rentability vlastního kapitálu a celkového kapitálu i přes vysokou vypovídací schopnost trpí určitými nedostatky. Vzniká u nich problém časovosti, problém rizikovosti a problém oceňování. K nedostatkům můžeme zařadit i omezenou schopnost predikce budoucího vývoje rentability. Problém časovosti je spojen hlavně v nerovnoměrnosti

diverzifikace vloženého kapitálu v rámci konkrétní investice. Zejména na počátku investičního cyklu totiž rostou náklady např. na vybudování distribuční sítě či pořízení dodatečných kapacit, což se projeví v tomto období v nízké hodnotě ukazatele ROE. Problém rizikovitosti je spojen zejména s tím, že tyto ukazatele neříkají nic o tom, jak velké finanční riziko podnik podstupuje. Problém oceňování je spojen hlavně s použitím účetní a nikoliv tržní hodnoty kapitálu při konstrukci ukazatele. (Marinič, 2008)

2.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Jsou využívány především jako vodítko pro investory na finančních a kapitálových trzích a managementem akciových společností. Mezi těmito ukazateli najdeme P/E ratio, které je definováno jako podíl tržní ceny akcie a zisku na akcii. Nízká hodnota tohoto ukazatele svědčí o rizikovitosti akcie a nízkém růstovém potenciálu emitenta akcie a může tedy odradit investora od nákupu tohoto akciového titulu. Dále zmiňme ukazatel Price-Book Value Ratio (poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty), kdy nízká hodnota tohoto ukazatele svědčí o podhodnocení akcie či pesimismu investorů ohledně růstu akciového titulu. Pro investora je důležité, aby tržní cena akcie ležela nad její účetní hodnotou a hodnota ukazatele byla tudíž měla být vyšší než 1. Dále se využívá např. dividendový výnos, který stanovíme jako poměr dividendy na akcii a tržní ceny akcie. Ukazatel slouží k investorům zaměřeným na dividendu k výběru vhodné investiční varianty. (Valach a kol., 1999)

2.3 Soustavy poměrových ukazatelů

Vysvětlují vzájemné vazby mezi jednotlivými ukazateli finanční analýzy. Soustavou se jednotlivé ukazatele stávají, pokud mezi nimi existují vazby. Velmi používané jsou pyramidové soustavy, kdy se rozkládá vrcholový syntetický ukazatel na dílčí ukazatele, mezi kterými existují pevně určené matematické vazby. Důležitý je především DuPontův rozklad, který vysvětluje vliv dílčích ukazatelů na rentabilitu vlastního kapitálu:

$$ROE = \frac{Zisk}{Vlastní\ kapitál} = \frac{Zisk}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva} * \frac{Aktiva}{Vlastní\ kapitál}$$

Z tohoto rozkladu lze vyčíst, kam je nutné zaměřit úsilí o zvýšení rentability- snažíme se o zvýšení míry zisku, urychlení obratu kapitálu a případně zvýšení zadlužení při pozitivním účinku finanční páky. (Knápková a Pavelková, 2005)

2.4 Souhrnné ukazatele

Hodnotí finanční výkonnost podniku jako celku pomocí jednoho čísla-souhrnného indexu. Existují dva typy těchto ukazatelů a to bankrotní modely, která slouží především věřitelům, pokud nedisponují ratingovým hodnocením firmy a bonitní modely, které jsou určeny vlastníkům podniku, kteří postrádají data k výpočtu čisté současné hodnoty. Uvádí se, že bankrotní modely dokážou predikovat riziko bankrotu firmy až na dva roky dopředu.

2.4.1 Altmanova analýza

Vyhodnocuje finanční zdraví podniku pomocí jediného čísla tzv. Z-skore, které v sobě zahrnuje rentabilitu, zadluženost, likviditu i strukturu kapitálu. K jednotlivým ukazatelům je přiřazena váha dle empirických výzkumů. Byly vytvořeny dvě podoby tohoto ukazatele pro podniky obchodované a neobchodované na kapitálovém trhu. Altmanův index pro podniky neobchodované na burze má tuto podobu:

$$Z = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,42 * X_4 + 0,998 * X_5$$

kde X_1 - čistý pracovní kapitál / aktiva

X_2 - nerozdělený zisk minulých let / aktiva

X_3 - EBIT / aktiva

X_4 - vlastní kapitál / cizí zdroje

X_5 - tržby / aktiva

Pokud je vypočtené Z-score větší než 2,99 je firma finančně zdravá a není ohrožena bankrotem, pokud leží hodnota v intervalu mezi 1,81, až 2,99 leží v tzv. šedé zóně a nelze o jejím zdraví jednoznačně rozhodnout, v případě hodnoty nižší než 1,81 je firma ohrožena bankrotem a není finančně zdravá. Na podobných principech je postaven i index IN 05, sestavený speciálně pro podmínky české ekonomiky. Výhodou zmiňovaných ukazatelů je jejich jednoduchost a snadnost interpretace, na druhou stranu nám ukazatelé neumožňují nahlédnout hlouběji do příčin případných finančních potíží podniku. (Scholleová, 2008)

2.5 Některé další ukazatele finanční analýzy

V rámci finanční analýzy se využívá celá řada dalších poměrových ukazatelů. Zmíňme zejména ukazatele pracující s účetní přidanou hodnotou, kdy se např. zjišťuje přidaná hodnota na zaměstnance. K dalším ukazatelům patří poměr přidané hodnoty a aktiv, tržeb,

výnosů či poměr osobních nákladů, odpisů, zisku před zdaněním či nákladových úroků k přidané hodnotě. Poslední čtyři zmíněné ukazatele poukazují na strukturu přidané hodnoty a je možné je použít pro srovnání podniku s jeho konkurenty. Výkonnost zaměstnanců lze např. zjistit pomocí poměrů tržeb, výkonů či osobních nákladů a počtu zaměstnanců, kdy by osobní náklady na zaměstnance měly růst jen při současném růstu produktivity práce a přidané hodnoty na zaměstnance. Lze také srovnávat podniky z různých odvětví na základě poměrů různých nákladových položek k tržbám, kdy např. podniky s vyšším stupněm automatizace vykazují vyšší podíl odpisů na celkových tržbách. (Knápková a Pavelková, 2010)

2.6 Slabé stránky klasických metod hodnocení výkonnosti

Popsané klasické metody výkonnosti vykazují celou řadu nedostatků, z nichž některé jsou zde blíže popsány.

2.6.1 Vypovídací schopnost účetních výkazů a účetní praktiky

Mezi hlavní nedostatky finanční analýzy patří především nízká vypovídací schopnost účetních výkazů, ze kterých vychází finanční analýza či rozdílnost účetních praktik. Problém u účetních výkazů vychází zejména z toho, že tyto výkazy nezohledňují ekonomickou realitu podniku a účetní standardy v jednotlivých zemích se značně liší ve vykazování jednotlivých složek majetku, pasiv i nákladů a výnosů podniku. Tento problém nastává např. u leasingu, kdy v praxi českých podniků je veden majetek pořizovaný touto formou financování pouze v příloze k účetní uzávěrce a nikoliv v aktivech. Závazky z leasingu nejsou zároveň součástí pasiv. S podobným problémem se můžeme setkat i u nehmotných aktiv nezachycených v rozvaze, kdy se poměrně značně obtížně identifikuje jejich přínos. Typickým příkladem jsou vybudované dodavatelsko-odběratelské vztahy. Značně problematické je i oceňování jednotlivých složek majetku a závazků a použití různých forem odepisování dlouhodobých aktiv. Nedostatkem české účetní legislativy je zejména to, že nedostatečně zohledňuje vliv inflace a změny tržních cen aktiv i pasiv. Podobných problémů však najdeme více, o jejich odstranění se snaží Mezinárodní účetní standardy (IAS/IFRS), ty jsou však povinné pouze pro podniky, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, a využívá je proto stále poměrně málo českých i zahraničních firem.

2.6.2 Vliv mimořádných událostí a sezonních faktorů a doporučené hodnoty ukazatelů

Dalším problémem je vykazování např. mimořádných položek výnosů a nákladů a vliv sezonních faktorů. Tato problematika je detailně řešena v rámci IAS/IFRS a omezeně i v rámci českých účetních standardů. Finanční analytik také musí zohlednit to, že doporučené hodnoty u mnoha ukazatelů mají pouze orientační charakter a nemusí odrážet skutečný stav podniku (např. nízké hodnoty ukazatelů likvidity nemusí značit finanční problémy, pokud podnik disponuje levnými krátkodobými zdroji financování v podobě kontokorentních úvěrů apod.).

2.6.3 Srovnávání výkonnosti několika podniků

Na jisté problémy naráží i srovnávání podniků (tzv. benchmarking), kdy je poměrně obtížné vybrat podniky, se kterými náš podnik budeme srovnávat. Podniky v rámci odvětví se mohou značně lišit, což se týká např. kapitálové struktury či přístupu k jednotlivým zdrojům financování. Navíc jednotlivá účetní data mohou být zkreslena použitými účetními praktikami, což již bylo zmíněno. Často také nelze některá data získat, což se týká zejména malých a středních podniků. Mnohdy mohly podniky vhodné pro porovnávání v době sestavování analýzy již zaniknout, data o jejich výkonnosti už nemusí být tedy v danou dobu k dispozici.

2.6.4 Zanedbání rizika a nákladů obětovaných příležitosti

Tradiční ukazatele finanční analýzy také nezohledňují náklady obětované příležitosti (výnosy nerealizovaných investičních variant) a riziko, které plyne např. z rostoucího zadlužení. Růst zadlužení sice může zvyšovat ROE, na druhou stranu může zvyšovat riziko finanční neschopnosti podniku. To tradiční ukazatele finanční analýzy neberou v potaz. Tento problém lze odstranit využitím některého z moderních měřítek např. ukazatele EVA, který zvýšené riziko respektuje.

2.6.5 Celkové shrnutí

Finanční měřítka jsou dobrým ukazatelem minulosti a krátkodobé výkonnosti, jejich omezení však spočívá v tom, že pomocí nich nelze předvídat budoucí hodnoty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy. Nelze pomocí nich ani hodnotit výkonnost jednotlivých částí podniku a podnikových procesů, jelikož tyto měřítka více odpovídají potřebám podniků s funkční organizační strukturou. Neříkají rovněž, co by měly zaměstnanci podniku udělat

pro zlepšení jeho výkonnosti a nezohledňují vliv nehmotných aktiv na podnikovou výkonnost.

I přes výše uvedené nedostatky je však vhodné finanční měřítko zabudovat do integrovaného systému měření výkonnosti. Je tomu tak proto, že nám umožňují pohled na současnou výkonnost podniku a říkají, jaké oblasti finanční výkonnosti podniku by se měly v budoucnu zlepšit. (Knápková a Pavelková, 2010)

3 MODERNÍ MĚŘÍTKA VÝKONNOSTI PODNIKU

Vznikla na základě kritiky klasických měřítek výkonnosti. Moderní měřítko by měla především:

- vykazovat co nejužší statisticky prokazatelnou vazbu na tržní cenu akcií
- umožňovat využití co největšího počtu informací z účetnictví
- zahrnovat kalkulaci rizika a brát v úvahu rozsah vázaného kapitálu
- umožňovat hodnocení výkonnosti i ocenění podniku

Uvedené požadavky by měly být doplněny ještě o dva významné aspekty:

- umožňovat jasnou a přehlednou identifikaci jeho vazby na všechny úrovně řízení
- podporovat řízení hodnoty

Nalezení měřítko, které splňuje všechny uvedené požadavky je však v praxi velmi obtížné. (Mařík a kol., 2011)

3.1 Diskontované cash flow (DCF)

Výhodou DCF je především to, že pomocí nákladů na kapitál zohledňuje riziko. Kritériem efektivnosti investic je čistá současná hodnota, která je na DCF postavena. Její výpočet je následující:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K$$

CF_t = peněžní toky z realizace investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice

K = kapitálový výdaj spojený s investicí

n = doba životnosti investice

i = diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost

Investici přijmeme pouze za předpokladu, že hodnota diskontovaného CF je kladná. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.2 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Ukazatel měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem investovaným do podniku. Což můžeme vyjádřit vztahem:

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál}$$

Cílem je dosáhnout maximalizace MVA, čehož může být dosaženo efektivními investicemi podniku, snížením hodnoty investovaného kapitálu či zvýšením tržní hodnoty investovaného kapitálu při stále vyšší investovaného kapitálu. Mezi hlavní nevýhody ukazatele patří to, že z něj není jasné, co je výsledkem práce manažerů a co výsledkem náhodných vlivů. Ukazatel také neříká nic o tom, zda se dosažená hodnota splňuje požadavky investorů. MVA se dá navíc využít jen u podniků, které jsou obchodované na kapitálovém trhu, a nelze využít pro vnitropodnikové řízení dílčích činností, jelikož měří jen celopodnikovou výkonnost. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.3 Excess Return

Tento ukazatel vychází rovněž z tržní hodnoty, můžeme jej stanovit následovně:

Excess Return_n = skutečná hodnota bohatství v období n – očekávaná hodnota bohatství v období n

Skutečná hodnota bohatství v období n zahrnuje budoucí hodnotu vyplacených dividend, odkoupených akcií i tržní hodnotu podílů ke konci sledovaných období. Očekávaná hodnota bohatství pak odráží požadované zhodnocení kapitálu ze strany investorů. Výhodou ukazatele je to, že zohledňuje veškeré přínosy z investice, jinak však trpí stejnými nedostatky jako ukazatel MVA. Empirické výzkumy současně ukazují silnou korelaci mezi oběma ukazateli. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.4 Total Shareholder Return (TSR)

Ukazatel dokáže zachytit změny v bohatství akcionářů v daném období. TSR je funkcí změny vyplacených dividend, zpětných odkupů a zvýšení či snížení tržní ceny akcie na konci období v porovnání se začátkem období. Je procentuální obdobou ukazatele Excess Return, který nám dává výsledek v absolutním vyjádření. Výpočet ukazatele je možný přes vnitřní výnosové procento. Výše TSR se poté srovnává s požadovanou výnosností ze strany akcionářů. Přičemž hodnota TSR musí být vyšší než akcionáři požadovaná výnosnost. Ukazatel je tudíž použitelný pouze pro hodnocení výkonnosti veřejně obchodovaných podniků. (Knápková a Pavelková, 2005). Mezi další nedostatky ukazatele TSR patří i to, že ukazatel neodráží uspokojení všech zájmových skupin (dodavatele, zaměstnanci apod.) v podniku i mimo něj s výjimkou akcionářů podniku. (Bloxhamová, 2003)

3.5 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota je metoda postavená na bázi ekonomického zisku, pracuje tedy na rozdíl od klasických metod s náklady na vlastní i cizí kapitál. Počátky koncepce ekonomického pojetí zisku spadají až do 18. století, ale samotný koncept EVA vznikl až začátkem 90. let 20. století, konkrétně roku 1991. V tomto roce si zaregistrovala ochrannou známku na koncept EVA americká poradenská společnost Stern Stewart & Co. Ekonomická přidaná hodnota se tedy stanoví podle vztahu:

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC$$

kde NOPAT = čistý zisk z hlavní výdělečné činnosti po zdanění

NOA = čistá aktiva vázaná v hlavní výdělečné činnosti podniku

WACC = vážené průměrné náklady na kapitál

Výši NOPAT můžeme určit podle vztahu: $NOPAT = EBIT * (1 - \text{sazba daně})$

Alternativní vzorec pro výpočet EVA je založen na tzv. hodnotovém rozpětí a vypadá následovně:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) * NOA$$

Výraz v závorce označujeme jako hodnotové rozpětí (rozdíl mezi rentabilitou specificky vymezenou rentabilitou aktiv a průměrnými náklady kapitálu) a říká nám, zda skutečná míra zhodnocení aktiv převýšila požadovanou míru zhodnocení kapitálu. Pomocí hodnotového rozpětí můžeme tedy hodnotit mezi sebou jednotlivé podniky. (Wagner, 2009)

Součástí výpočtu je i stanovení WACC, které se určí dle následujícího vzorce:

$$WACC = \frac{CK}{K} * r_u * (1 - t) + \frac{VK}{K} * n_v$$

kde CK = cizí kapitál

K = celkový kapitál

r_u = úroková sazba dluhu

t = sazba daně z příjmu

VK = vlastní kapitál

n_v = náklady na vlastní kapitál

Někdy se vzhledem ke složitosti výpočtu používá zjednodušený vztah: $EVA = \text{Čistý zisk} - \text{náklady na vlastní kapitál} * \text{vlastní kapitál}$. Do vzorce se tedy dosazuje v tomto případě účetní hodnota kapitálu.

3.5.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitálu

Jak již bylo zmíněno, představují náklady na vlastní kapitál obětované výnosy, které by investoři získali realizací stejně rizikové investiční varianty. Stanovení těchto nákladů je v praxi finančního řízení poměrně složitou záležitostí ve srovnání s náklady na cizí kapitál, které jsou dány např. úroky z bankovních úvěrů. Existuje několik metod, jak náklady vlastního kapitálu stanovit, byť žádná z nich nedává zcela uspokojivé výsledky.

3.5.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Tento model se využívá především v zemích s dobře fungujícím kapitálovým trhem. Model rozděluje celkové riziko na riziko systematické (prostupuje ekonomikou jako celkem, ovlivňuje všechna odvětví ekonomiky a nelze snížit diverzifikací investičního portfolia) a riziko nesystematické (postihuje pouze vybrané podniky či projekty a lze snížit např. diverzifikací portfolia investic). Pro daný model je však důležité zejména riziko systematické. Náklady na vlastní kapitál se tedy stanoví podle vzorce:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

kde r_e = náklady vlastního kapitálu v %

r_f = bezriziková úroková míra

β = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_m = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$ = riziková premie kapitálového trhu

Pro výpočet tedy potřebujeme znát výši bezrizikové úrokové míry, za kterou se běžně dosazuje úroková míra desetiletých státních dluhopisů. Dále potřebujeme znát výši rizikové premie kapitálové trhu, přičemž tyto premie pro jednotlivé země jsou publikovány významnými světovými ratingovými společnostmi. Koeficient β nám zase říká, k jak velké procentuální změně v průměru dochází, jestliže dojde ke změně trhu o 1 %. Měří tedy systematické riziko. Pokud je jeho hodnota vyšší než 1, znamená to, že daná akcie má vyšší

než průměrné systematické riziko. Při výpočtu koeficientu vycházíme z historických cen akcií a historické hodnoty globálního akciového indexu, kdy na tyto hodnoty aplikujeme metodu nejmenších čtverců. V případě nemožnosti určení hodnoty β koeficientu můžeme i metodu analogie, která pracuje s β koeficienty podobných podniků či celého odvětví při zohlednění vlivu kapitálové struktury na β koeficient. (Knápková a Pavelková, 2005; Šulák a Vacík, 2003)

3.5.1.2 Model arbitrážního oceňování

Model je postaven opět postaven na principu, že očekávaný výnos akcionářů pramení ze systematického rizika. Prémie za riziko však závisí na více fundamentálních faktorech, jako je např. úroveň ekonomické aktivity v odvětví či míra inflace. Tato metoda je přesnější než metoda CAPM, vyžaduje ve srovnání s ní však více informací. Náklady na vlastní kapitál jsou potom stanoveny dle vztahu:

$$r_e = r_f + PR$$

kde r_f = bezriziková úroková sazba

PR = premie za riziko

Přičemž premie za riziko je definována následovně:

$$PR = r_{LA} + r_p$$

kde r_{LA} = riziková přírážka za nižší likvidnost akcie na trhu

r_p = riziková přírážka za neperspektivnost firmy

Výše rizikové přírážky za nižší likvidnost (neperspektivnost) firmy na trhu je ovlivněna skutečností, zda je firma veřejně obchodovaná, jaká je její velikost a velikost vlastněného podílu. Výše rizikové přírážky za neperspektivnost je určena faktory určujícími její perspektivnost. Výše obou přírážek se stanovuje specifickými ratingovými postupy. (Neumaier a Neumaierová, 2002)

3.5.1.3 Stavebnicový model

Základní princip tohoto spočívá v tom, že k bezrizikové úrokové sazbě je přičtena přírážka za riziko. Výše přírážky je ovlivněna výší rizika trhu, výrobního rizika, rizika oboru, diverzifikaci výrobního portfolia, rizika managementu a organizační struktury a celé řady dalších rizik. Model tudíž zohledňuje i nesystematické riziko. Ke stavebnicovým modelům

patří např. model INFA, který je využíván pro statistické účely i Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.5.1.4 Další modely pro stanovení nákladů na vlastní kapitál

V praxi se dále využívá např. dividendový model, který vychází z předpokladu konstantního růstu tempa dividend. Tento model tak lze použít pouze u podniků, které stabilně vyplácí dividendy a přijali tedy stabilní dividendovou politiku. Dále mohou být náklady vlastního kapitálu stanoveny pomocí přírážky několika procentních bodů k nákladům na cizí kapitál, kdy se vychází z toho, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál či lze náklady vlastního kapitálu stanovit z průměrné rentability odvětví. Všechny tyto metody však nejsou tak přesné jak ty, které byly popsány výše. Někdy se můžeme v praxi setkat i s tím, že náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny pomocí váženého aritmetického průměru z hodnot, které byly získány pomocí jednotlivých popsaných metod. Váhy pak odráží míru vypovídací schopnosti metody pro daný podnik. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.5.2 Úpravy rozvahy – vymezení čistých operativních aktiv (NOA)

Předpokladem pro výpočet EVA je konverze účetního modelu na model ekonomický, což probíhá v několika krocích. Jako první je nutné stanovit NOA. Východiskem pro stanovení NOA je rozvaha, přičemž je nutné provést několik úprav:

- z aktiv vyčlenit neoperativní aktiva
- aktivovat nejlépe v tržním ocenění položky, které v aktivech nejsou vykazovány
- aktiva snížit o neúročený kapitál

Přesný počet úprav se pohybuje kolem 170, všechny tyto úpravy jsou však obchodním tajemstvím poradenské firmy, která koncept vytvořila. V praxi se běžně kvůli snížení náročnosti výpočtu provádí nižší počet úprav, aniž by utrpěla vypovídací schopnost měřítko. Úpravy se nejčastěji dotýkají níže popsaných oblastí.

Finanční majetek a finanční investice

Z finančního majetku je doporučováno vyčlenit především dlouhodobé cenné papíry, podíly, půjčky charakteru portfoliových investic, které nemají souvislost s operativní činností podniku a mohou být v dohledné době prodány. Dále by měl být odečten krátkodobý finanční majetek (krátkodobé cenné papíry), který má charakter strategické rezervy. Dále je nutné přezkoumat, zda podnik disponuje peněžními prostředky v provozně nutné výši a

případný přebytek odečíst. Provozně nezbytná výše peněžních prostředků může být odhadnuta absolutní částkou či pomocí ukazatele hotovostní likvidity. Finanční investice by měly být ponechány pouze v případě, že patří do hlavní činnosti podniku.

Leasing a nájem

Majetek pořízený touto formou financování by měl být do NOA započítán. Zejména u podniků s vysokým podílem majetku pořízeného formou by nezahrnutím leasingu mohlo dojít ke zkreslení údajů o zadluženosti a výši operativních aktiv.

Nedokončené investice a strategické investice

Nedokončené investice by měly být z rozvahy vyloučeny, jelikož neslouží pro tvorbu současných hospodářských výsledků. Strategické investice by měly být aktivovány spolu s akumulovanými úroky až v době, kdy začnou přinášet zisk.

Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti

Je vhodné tato aktiva (zejména nevyužívané pozemky a budovy) rovněž vyloučit, jelikož lze předpokládat jejich prodej při racionálním hospodaření podniku.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku

Dlouhodobý majetek by měl být oceněn reprodukčními cenami, měl by být snížen o reálné opotřebení. U zásob je vhodné použít tržní ceny, pokud jsou zjistitelné. Rovněž je třeba zvážit nadhodnocení či podhodnocení pohledávek z titulu tvorby opravných položek a v případě nadhodnocení rozdíl odečíst od NOA a v případě podhodnocení tento rozdíl přičíst k výši NOA.

Goodwill

Je definován jako kladný či záporný rozdíl mezi tržní cenou podniku nebo jeho části a cenou individuálně přeceněných složek majetku snížených o převzaté závazky. Odráží dobré jméno podniku a kvalitu pracovní síly, perspektivu rozvoje. V českém účetnictví se nevykazuje, pokud nedošlo např. k prodeji podniku, fúzi, v opačném případě se vykazuje jako odepisovatelná položka nehmotného dlouhodobého majetku. Pro výpočet EVA by měl goodwill být vykazován v brutto hodnotě za předpokladu, že se jeho hodnota nesnižuje.

Pasiva, která nenesou náklad a vlastní akcie

Měla by být z rozvahy vyloučena. Jde zejména o krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení či nezaplatněné dlouhodobé závazky. Vlastní akcie by taktéž neměly tvořit součást NOA.

Nehmotná aktiva

Je doporučeno v rámci úprav aktivovat náklady např. na reklamu, vzdělávání pracovníků, restrukturalizaci či výzkum a vývoj a ty poté odepisovat. Vychází se z toho, že význam těchto aktiv pro konkurenceschopnost podniků roste a tato aktiva přináší podnikům užitek. (Mařík a Maříková, 2001)

3.5.3 Úpravy výkazu zisku a ztráty – vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)

Pro určení NOPAT je možné využít výsledek hospodaření z běžné činnosti, který je nutné upravit. Je především nutné vyloučit placené úroky z finančních nákladů jejich přičtením zpět k výsledku hospodaření. Dále je třeba vyloučit položky, které se nebudou opakovat jako je odstupné pro větší počet zaměstnanců, výnosy a náklady z prodeje dlouhodobého majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádný odpis majetku apod. Dále je vhodné odstranit výnosy z nepotřebných aktiv a neoperativního finančního majetku a vyloučit náklady na výzkum a vývoj, vzdělávání pracovníků, reklamu a další a započítat odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů. Potřeba je rovněž upravit odpisy v souvislosti se skutečným opotřebením majetku a zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv. Nutná je rovněž úprava daně o částku, o kterou se liší NOPAT a výsledek hospodaření z výsledovky. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.5.4 Využití ukazatele EVA

Využití tohoto ukazatele je poměrně široké a EVA může sloužit např. jako nástroj oceňování podniku, akvizic a fúzí, hodnocení efektivnosti investic, měření výkonnosti podniku a jako nástroj odměňování pracovníků.

Oceňování podniku, akvizic a fúzí

EVA slouží pro investory jako vodítko pro výběr vhodných investic a zároveň slouží vlastníkům a manažerům při stanovení prodejní ceny podniku.

Hodnocení efektivnosti investic

EVA patří mezi dynamické metody hodnocení investic a dává stejný výsledek jako metoda čisté současné hodnoty. Čistá současná hodnota projektu je totiž rovna současné hodnotě budoucích EVA.

Měření výkonnosti podniku

Podnik vytváří hodnotu pro vlastníky pouze v případě, když je ukazatel EVA kladný. Ukazatel lze využít i pro stanovení optimální kapitálové struktury. (Šulák a Vacík, 2003)

Odměňování manažerů i dalších pracovníků

Na koncept EVA je také možné navázat bonusový systém pro odměňování manažerů i dalších zaměstnanců. Vycházíme přitom z kritiky tradičních systémů odměňování, které jsou postaveny na dosaženém provozním zisku a dostatečně tedy nemotivují zaměstnance. V praxi se můžeme setkat se 3 variantami bonusových systémů, které jsou napojeny na ukazatel EVA. Tyto ukazatele se snaží sladit zájmy vlastníků se zájmy zaměstnanců podniku. Původní bonusový model EVA je sice spojen s absolutní výší EVA podniku, kdy v případě záporné EVA není bonus vyplácen, na druhou stranu není tento systém spojen s odměnou za případné překročení očekávané hodnoty EVA a bonusy mohou být vypláceny i v případě kladné hodnoty EVA při poklesu tržní ceny akcií, kdy ztrácejí vlastníci podniku. Jistou modifikací a vylepšením tohoto systému je systém odměňování zohledňující procentuální přírůstky EVA a využívající tzv. bonusovou banku, kam se ukládá část bonusu, která nebyla vyplacena v daném období. Moderní verze systému odměňování na bázi EVA navíc pracuje i s rozdílem mezi skutečným a očekávaným přírůstkem EVA. Koncepty odměňování postavené na bázi EVA mají však i své kritiky, kteří zdůrazňují omezenost jejich využití v některých zemích, odvětvích, začínajících podnicích apod. Z konceptu EVA navíc není zřejmé, zda ke zvýšení hodnoty podniku přispěly zaměstnanci či náhodné vlivy. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.5.5 Předpoklady úspěšného zavedení koncepce EVA

Pro úspěšné zavedení hodnotového řízení je především nutné zvolit EVA jako hlavní měřítko výkonnosti a vybudovat systém zainteresovanosti postavený na tomto ukazateli. Samotné řízení hodnoty spočívá na číslech pouze z 20 %, je tudíž nutné provést změny zasahující do firemní kultury, což lze zobecnit do 5 základních faktorů:

- Explicitní vyjádření růstu hodnoty pro akcionáře jako základního cíle společnosti, což může být v některých kulturách (zejména asijské a evropské) přijímáno značně

kontroverzně. Empirické studie však ukazují na silnou korelaci mezi růstem ekonomické přidané hodnoty a růstem tržní ceny akcií.

- Efektivní výcvik pracovníků v řízení hodnoty, kdy efektivní výcvikové programy manažerů mohou vést až ke změnám na řídicích pozicích podniku.
- Změna systému zainteresovanosti zaměstnanců, kdy růst odměn manažerů je odvislý od růstu ekonomické přidané hodnoty společnosti.
- Komplexní organizační přestavba společnosti, což je spojeno s vytvořením hodnotových středisek v rámci podniku, která jsou značně nezávislá na rozhodování vrcholového managementu co struktury nabízených produktů, volby distribučních kanálů a použitých technologií. Vše je spojeno s vyšší nákladovou transparentností, přepracováním strategie podniku a snížením počtu štábů.
- Procesní změny ve společnosti, kdy je sice nutné zachovat stávající účetní systém, ale je nezbytné provést nezbytné změny v informačním systému podniku. (Šulák a Vacík, 2003)

Délka trvání implementace systému na úrovni top managementu je na základě zkušeností z předních amerických firem odhadována na 8 až 12 měsíců v případě podniků s užším zaměřením podnikatelské činnosti. U podniků s více řídicími stupni je délka první fáze implementace odhadována na 15 až 18 měsíců, u druhé fáze je pak nutné počítat s 12-18 měsíci. Koncept EVA však není v rámci českých podniků i přes četné výhody příliš rozšířen. Nejčastěji je u nás využíván při měření výkonnosti velkých podniků obvykle se zahraničními vlastníky. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.5.6 Výhody a nevýhody ukazatele EVA

Přednosti ukazatele EVA spočívají v tom, že vede manažery podniku pouze k realizaci těch investic, které zvyšují hodnotu podniku (tedy těch investic, které mají kladnou čistou současnou hodnotu) a odstraňuje nevýhody ukazatelů ROE, ROA a ROI. Ukazatel je možné rovněž využít jako motivační nástroj a vybudovat na něj systém odměňování manažerů. Ukazatel EVA je i vhodným nástrojem pro hodnocení efektivnosti plánovaných investic a lze jej využít pro řízení a hodnocení výkonnosti divizí, oddělení podniku a dokonce i výrobové řady. Odpovídá tedy potřebám procesního řízení podniku. Koncept je možné využít i pro ocenění podniku, kdy metoda EVA dává stejné výsledky jako metoda diskontovaných peněžních toků. Vhodné je také doplnit výpočet EVA o tzv. generátory hodnoty, přičemž k nejdůležitějším generátorům hodnoty patří zvýšení efektivnosti hospodaření pro-

střednictvím snížení nákladů, zvýšení tržeb, snížení aktiv odprodejem nepotřebného majetku a řízení rizika a tím i nákladů na kapitál.

K nevýhodám ukazatele patří naopak velké množství prováděných úprav pro jeho výpočet v případě některých podniků i obtížnost stanovení nákladů na kapitál. Nevýhodou ukazatele je i to, že neobsahuje hodnotu budoucích růstových příležitostí a nezohledňuje inflaci. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.6 Cash Flow návratnost investovaného kapitálu (CFROI)

Další z moderních ukazatelů výkonnosti je založený na principu vnitřního výnosového procenta investice:

$$IN = \frac{CF}{(1 + CFROI)^t} + \frac{RVndA}{(1 + CFROI)^n}$$

Případně na principu čisté současné hodnoty:

$$CFROI = IN - \sum_{t=1}^n \frac{CF_n}{(1 + i)^t}$$

kde IN = investiční náklad

CF = brutto cash flow z provozovaných aktiv

RVndA = zůstatková hodnota neodepisovaných aktiv

i = úroková míra

n = doba životnosti aktiv (investice)

Kapitálový výdaj neboli hrubá aktiva jsou upraveny o inflaci a snížena o koncovou hodnotu z prodeje neodepisovaných aktiv, ke kterým patří např. pozemky, finanční majetek či oběžná aktiva. Doba životnosti se dá stanovit jako poměr odepisovaných aktiv v brutto hodnotě a ročních odpisů, kdy předpokládáme lineární způsob odepisování. Ukazatel je možné koncipovat i jako rozpětí (spread), potom ukazatel nabývá následující podoby:

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC$$

V případě kladného spreadu tvoří podnik hodnotu pro akcionáře, v případě záporného výsledku naopak dochází ke znehodnocování majetku vloženého akcionáři. (Marinič, 2008)

Mezi výhody ukazatele CFROI patří to, že pomocí něj možné porovnávat výkonnost podniků v čase a s různou skladbou aktiv a v různých zemích. Ukazatel je také přesnější co do prováděných účetních úprav a je možné díky němu hlouběji proniknout do podstaty problémů, které souvisejí s řízením výkonnosti podniku. Často bývá kritizován naopak odklon od prognóz budoucího vývoje tržeb a dlouhodobého plánování. K nevýhodám patří hlavně složitost úprav, které je nutné provést pro výpočet ukazatele a nedostupnost mnoha údajů pro externí hodnotitele. Ukazatel je tedy využíván hlavně interními analytiky a to především pro rozhodování o alokaci zdrojů. Terčem kritiky i je i předpoklad konstantní výše CF po celou dobu životnosti dlouhodobého majetku. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.7 Hotovostní rentabilita hrubých (brutto) aktiv (CROGA)

Tento ukazatel je jistým zjednodušeným přístupem k vyjádření výkonnosti podniku v daném roce a můžeme jej vyjádřit jako:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA}$$

kde: OATCF = provozní cash flow po zdanění

GA = hrubá (brutto) aktiva = suma dlouhodobých provozních aktiv v pořizovacích cenách + pracovní kapitál

Ukazatel CROGA je vyjádřen v % a je poměřován s WACC. Pro tvorbu hodnoty by mělo platit, že CROGA je větší než WACC, respektive rozdíl CROGA a WACC je kladný. (Knápková a Pavelková, 2005)

3.8 Balance Scorecard (BSC)

BSC patří k moderním metodám měření výkonnosti podniků. Samotní autoři konceptu BSC však zdůrazňují, že BSC není pouze nástrojem měření výkonnosti, jedná se podle nich o nástroj aktivního prosazování strategie a vize podniku. BSC vychází z předpokladu, že kritické pro úspěch podniku jsou především nefinanční faktory, zdůrazňuje však nezbytnost dokonalé přípravy finančních plánů. Kromě finančních ukazatelů metodika pracuje i s celou řadou ukazatelů nefinančních, přičemž parametry výkonnosti jsou rozděleny do 4 základních skupin (perspektiv):

- Finanční perspektiva řeší otázku, jak by se podnik měl jevit jeho akcionářům, aby byl finančně úspěšný.

- Zákaznická perspektiva, kdy základní otázkou je to, jak by se podnik měl jevit zákazníkům, aby dosáhl své vize.
- Perspektiva interních procesů zase hledá odpověď na otázku, ve kterých podnikových procesech musí podnik vynikat, aby uspokojil dodavatele a zákazníky.
- Perspektiva učení se a růstu řeší otázku, jakým způsobem udržovat schopnost změn a zlepšení k dosažení vize podniku.

Mezi jednotlivými perspektivami existují vazby, které je možné zobrazit v tzv. strategické mapě. Jednotlivé perspektivy mají vlastní strategické cíle, ukazatele výkonnosti, indikátory výkonnosti a strategické iniciativy. Přičemž cílem je propojení všech těchto perspektiv za účelem zvýšení tržní hodnoty podniku a tedy naplnění cíle finanční perspektivy. Každý zaměstnanec v podniku by měl díky metodice BSC najít své místo v hodnotovém řetězci a pochopit, jak může on sám přispět k tvorbě hodnoty podniku. V jednotlivých perspektivách jde tedy o:

Finanční perspektiva

V této perspektivě jde především o uspokojování zájmů vlastníků, kteří usilují o to, aby byla pro ně firma byla strojem na peníze a zdrojem prestiže a moci. Optimálním měřítkem této perspektivy je ekonomická přidaná hodnota či čistá současná hodnota podniku jako celku.

Zákaznická perspektiva

V této perspektivě jde o uspokojení zájmu zákazníků. Usilujeme o to, aby se firma stala pro zákazníky výhradním dodavatelem. Je tedy nezbytné měřit úroveň loajality zákazníků, velikost trhu a jeho růst. Nejde jen o udržení stávajících zákazníků, ale i o získání zcela nových zákazníků. Je tedy nezbytné poskytnout zákazníkovi přidanou hodnotu, kdy firmu zajímá především dosažení určité výše tržeb a stálost výše tržeb. Firma samozřejmě nesmí opomenout cenovou politiku, kdy je nutné neustále sledovat rentabilitu jednotlivých zákazníků a produktů.

Perspektiva interních procesů

Řeší především to, jak dosáhnout uspokojení zákazníků a tím i vlastníků firmy. Vychází z toho, že firmě probíhají transformační procesy (přeměna vstupů na požadované výstupy), transportní procesy (přemíst'ovací) či nehmotné procesy (informační a peněžní procesy). Přičemž každý z těchto procesů musí mít zákazníky požadované parametry a musí být rea-

lizován co nejchopárněji s co nejpříznivějším poměrem výstupu a vstupu. Sledují se tedy kvalita, čas a náklady na interní proces, který se skládá z inovačního, provozního a poprodejního procesu.

Perspektiva učení se a růstu

V této perspektivě se sleduje hlavně spokojenost zaměstnanců firmy, kdy je nutné zvyšovat úroveň jejich loajality a schopnosti být nositelem pozitivních změn (inovací). Schopnost firmy zvyšovat výkonnost je z pohledu této perspektivy dána schopnostmi zaměstnanců, úrovní organizační struktury (je nutné poskytnout zaměstnancům dostatek pravomocí v stanovení cílů a jejich realizaci a jasně vymezit jejich odpovědnost za svěřené úkoly a vybudovat současně kvalitní komunikační systém), zvýšit úroveň technologické infrastruktury a zvýšit úroveň systému odměňování.

Pro každou z daných perspektiv je nutné vytvořit měřítka, podle kterých se bude hodnotit jejich výkonnost, přičemž je nutné tato měřítka dle potřeby aktualizovat vzhledem k měnícím se podmínkám v podnikovém okolí i v rámci firmy. Dále je doporučováno propojit koncept měření výkonnosti EVA právě s metodikou BSC. V současnosti převažuje takový přístup, že BSC je považováno za nástroj řízení výkonnosti a ukazatel EVA za nástroj měření výkonnosti podniku, oba přístupy je tak možné vhodně kombinovat. (Kaplan a Norton, 2007; Neumaier a Neumaierová, 2002)

II. ANALYTICKÁ ČÁST

4 PŘEDSTAVENÍ PODNIKU MITAS A.S.

Společnost Mitas a.s. vznikla v roce 1991, je součástí koncernu Česká gumárenská společnost, a.s. a patří k předním evropským výrobcům zemědělských pneumatik, které jsou prodávány po celém světě pod 3 obchodními značkami. Vlastními obchodními značkami jsou Mitas a Cultor. Značka pneumatik Continental pro zemědělský segment je licencována. Společnost Mitas a.s. dále vyrábí a distribuuje průmyslové pneumatiky a pneumatiky pro motocykly pod značkou Mitas. Vlastní 3 závody v ČR a po jednom závodě v Srbsku a v USA. V zahraničí dále společnost Mitas a.s. vlastní 12 dceřiných společností a své obchodní zastoupení má i ve Finsku a Rusku. Podnik navazuje na dlouho tradici gumárenského průmyslu ve Zlínském kraji, která v tomto regionu sahá až do roku 1932, kdy výrobu pneumatik ve Zlíně zahájila firma Baťa. Mezi hlavní odběratele podniku patří výrobci nákladních vozidel a motocyklů, zemědělských strojů, letadel i konkrétní zemědělské podniky a podniky zpracovatelského průmyslu a zemědělství. Podnik disponuje vlastní distribuční sítí v ČR i ve světě, v některých zemích však prodává i přes obchodní podniky. Počet zaměstnanců v posledních dvou letech rostl, což souvisí i s rozšiřováním výroby v ČR i v zahraničí. V současné době má společnost kolem 2400 zaměstnanců. Z tohoto hlediska tedy patří mezi velké podniky. Základní strategií podniku je udržení pozice významného výrobce a prodejce pneumatik v rámci ČR i světa, což souvisí s více než dvacetiletým silným postavením podniku v rámci odvětví gumárenského průmyslu.



Obrázek 1 Logo společnosti (Zdroj: Internetové stránky společnosti Mitas)

Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2009 až 2012 v letech zachycuje následující tabulka. V souvislosti s rozšiřováním výroby jejich počet v letech mírně 2009 až 2011 rostl, k mírnému poklesu došlo roku 2012. Podnik patří mezi významné zaměstnavatele hlavně ve Zlíně, kde se nachází jeden z jeho výrobních závodů.

Tabulka 2 Vývoj počtu zaměstnanců podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Počet zaměstnanců	2177	2243	2476	2465

Silné i slabé stránky, příležitosti i hrozby pro podnik odhaluje SWOT analýza.

Tabulka 3 SWOT analýza společnosti (Vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
Široké výrobní portfolio	Chybějící procesní řízení
Systém řízení kvality	Nedostatečná marketingová propagace
Renomé společností	Nedostatečně propracovaný systém odměňování pracovníků
Nízká fluktuace pracovníků	
Příležitosti	Hrozby
Rozvíjející se asijské a americké trhy	Stagnace evropské ekonomiky
Nové distribuční kanály	Posílení kurzu české koruny
Nové výrobní technologie	Růst cen energií a vstupních materiálů

4.1 Stručná analýza odvětví

Podnik Mitas a.s. patří do odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků CZ- NACE 22. Odvětví se i přes výrazný propad v letech 2008 a 2009 ve srovnání s rokem 2007 rozvíjí dynamicky a lze očekávat jeho růst v následujících dvou letech. Výroba pryžových a plastových výrobků v ČR patří k důležitým segmentům zpracovatelského průmyslu, kdy tomuto segmentu patří 6. místo v celkových dosažených tržbách a 5. místo v ukazateli zaměstnaných osob. Většinu tržeb odvětví sice generuje segment plastových výrobků, segment pryžových výrobků však zaznamenal v posledních letech výrazný růst a dohání tedy segment pryžových výrobků. Mezi hlavní vývozní i dovozní teritoria odvětví jako celku odvětví patří evropské země a to Německo, Slovensko a Polsko. Pro další vývoj odvětví bude především podstatný vývoj v sektorech, které patří k hlavním odběratelům gumárenských a plastikářských podniků. Týká se to především zemědělství, automobilového průmyslu, stavebnictví či letecké dopravy. Vývoj gumárenského průmyslu bude také značně ovlivněn změnami cen přírodního kaučuku na světových trzích a rychlostí rozvoje technologií šetřících výrobní náklady. Dopad ekonomické krize v Evropě na odvětví gumárenského průmyslu bude dle stávajících prognóz klesat.

Tabulka 4 Vývoj tržeb v odvětví v letech 2007-2011 (Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva průmyslu a obchodu)

CZ NACE	2007	2008	2009	2010	2011
Výroba pryžových výrobků	85 564 704	76 259 158	64 036 669	79 034 804	88 798 423

5 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU MITAS POMOCÍ FINANČNÍ ANALÝZY

V této části práce je provedeno hodnocení výkonnosti společnosti pomocí tradičních ukazatelů finanční analýzy. Ukazatele finanční analýzy jsou zpracovány pro roky 2009 až 2012.

5.1 Analýza majetkové struktury

Bilanční suma v uplynulých letech mírně rostla, což je ovlivněno především rozšiřováním výroby v ČR i v zahraničí. Podíl dlouhodobého majetku v uplynulých letech klesá a DM tvoří v současnosti kolem 40 % celkových aktiv. Dlouhodobý majetek je tvořen převážně dlouhodobým hmotným majetkem a ten je odepsán z více jak jedné třetiny. Podíl dlouhodobého nehmotného majetku je zanedbatelný. V uplynulých čtyřech letech výrazně rostl podíl dlouhodobého finančního majetku, což souvisí hlavně s investicemi do zahraničních dceřiných společností, které podnik v nedávné době realizoval. V souvislosti s rozšiřováním výroby rostl zejména podíl oběžného majetku, který nyní tvoří téměř 60 % celkových aktiv společnosti, přičemž oběžný majetek je tvořen především krátkodobými pohledávkami a zásobami, jejichž výše se v posledních dvou letech mírně vzrostla. Je rovněž vhodné zmínit i to, že i přes uskutečněné finanční investice podnik v analyzovaném období nevlastnil žádné dlouhodobé pohledávky a velmi nízký zůstává i podíl krátkodobého finančního majetku.

Tabulka 5 Vertikální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	47 %	45 %	42 %	42 %
Dlouhodobý hmotný majetek	42 %	38 %	31 %	31 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobý finanční majetek	3 %	8 %	11 %	11 %
Oběžná aktiva	52 %	54 %	58 %	58 %
Zásoby	27 %	13 %	14 %	15 %
Krátkodobé pohledávky	37 %	41 %	43 %	42 %
Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-
Krátkodobý finanční majetek	0 %	0 %	0 %	0 %

Tabulka 6 Horizontální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)

	09/10	10/11	11/12
Aktiva celkem	4 %	10 %	1 %
Dlouhodobý majetek	0 %	3 %	-1 %
Dlouhodobý hmotný majetek	-8 %	-8 %	-1 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	-92 %	68 %	-25 %
Dlouhodobý finanční majetek	151 %	54 %	0 %
Oběžná aktiva	9 %	17 %	1 %
Zásoby	-2 %	18 %	5 %
Krátkodobé pohledávky	13 %	17 %	-2 %
Dlouhodobé pohledávky	-	-	-
Krátkodobý finanční majetek	34 %	14 %	388 %

5.2 Analýza finanční struktury

V uplynulých třech letech se podíl vlastního kapitálu nepatrně snížil, nadále se však pohybuje mezi 40 % až 50 % celkových pasiv. Výrazně se nezměnil ani podíl cizího kapitálu, který tvoří více jak 50 % celkových pasiv podniku. Podnik používá k financování především cizí zdroje, z nichž nejvyšší zastoupení mají krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Od roku 2010 podnik nevyužívá jako zdroj financování dlouhodobé bankovní úvěry. Výsledek hospodaření běžného období se v analyzovaných letech vyvíjel značně nerovnoměrně, velký pokles zaznamenal v roce 2010 během ekonomické krize. Roku 2011 však VH běžného období opět vzrostl. Prudký pokles čistého zisku nastal opět v roce 2012, což bylo způsobeno hlavně značným propadem tržeb. Za pozitivní lze označit to, že roste výsledek hospodaření minulých let. Stále více zdrojů zůstává tedy v podniku k jeho financování jeho investičních záměrů.

Tabulka 7 Vertikální analýza finanční struktury podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Pasiva celkem	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	47 %	48 %	40 %	41 %
Základní kapitál	26 %	25 %	23 %	22 %
Kapitálové fondy	0 %	1 %	-3 %	-1 %
Rezervní a ostatní fondy	5 %	5 %	5 %	4 %
VH minulých let	13 %	15 %	12 %	15 %
VH běžného období	3 %	1 %	3 %	0 %
Cizí zdroje	53 %	52 %	60 %	57 %

Rezervy	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobé závazky	2 %	2 %	2 %	2 %
Krátkodobé závazky	20 %	28 %	32 %	31 %
Bankovní úvěry krátkodobé	27 %	22 %	26 %	24 %
Bankovní úvěry dlouhodobé	4 %	0 %	0 %	0 %

Tabulka 8 Horizontální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)

	09/10	10/11	11/12
Pasiva celkem	4 %	10 %	1 %
Vlastní kapitál	6 %	-8 %	5 %
Základní kapitál	0 %	0 %	0 %
Kapitálové fondy	520 %	-317 %	-55 %
Rezervní a ostatní fondy	0 %	0 %	0 %
VH minulých let	23 %	-8 %	22 %
VH běžného období	-49 %	118 %	-85 %
Cizí zdroje	2 %	27 %	-4 %
Rezervy	-25 %	56 %	58 %
Dlouhodobé závazky	-6 %	-6 %	14 %
Krátkodobé závazky	46 %	26 %	-1 %
Bankovní úvěry krátkodobé	-14 %	32 %	-8 %
Bankovní úvěry dlouhodobé	-100 %	-	-

5.3 Analýza výnosů

Více než 80 % výnosů tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (jde tedy o typický výrobní podnik), které s výjimkou roku 2012 každý rok rostly, což bylo dáno rostoucím objemem prodeje hlavně v mimoevropských zemích. Prudký pokles tržeb nastal v roce 2012. Podnik byl v tomto roce v rámci udržení konkurenceschopnosti donucen ke snížení cen svých výrobků v důsledku růstu surovin, což se promítlo v nižších tržbách. Dalšími významnými položkami tržeb jsou hlavně tržby z prodeje zboží a prodeje nepotřebného dlouhodobého majetku a materiálu, které však v posledních letech zaznamenaly propad. Další položky výnosů jako výnosové úroky jsou zanedbatelné. Podniku neplynou ani žádné výnosy z dlouhodobého finančního majetku, což souvisí s jeho podnikatelským zaměřením.

Tabulka 9 Vertikální analýza výnosů podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	4 %	7 %	8 %	6 %

Výkony	84 %	80 %	84 %	82 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	86 %	79 %	83 %	77 %
Změna stavu zásob	-2 %	0 %	1 %	5 %
Aktivace	0 %	0 %	0 %	0 %
Tržby z prodeje DM a mat.	8 %	9 %	7 %	6 %
Ostatní provozní výnosy	1 %	0 %	0 %	0 %
Tržby z prodeje CP	0 %	0 %	0 %	0 %
Výnosy z DFM	0 %	0 %	0 %	0 %
Výnosové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní finanční výnosy	2 %	4 %	1 %	0 %
Mimořádné výnosy	-	-	-	-
Výnosy	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabulka 10 Horizontální analýza výnosů podniku (Vlastní zpracování)

	09/10	10/11	11/12
Tržby za prodej zboží	115 %	52 %	-93 %
Výkony	26 %	33 %	-91 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	23 %	32 %	-91 %
Změna stavu zásob	-120 %	392 %	-43 %
Aktivace	41 %	17 %	-93 %
Tržby z prodeje DM a mat.	57 %	-9 %	-91 %
Ostatní provozní výnosy	-22 %	18 %	-89 %
Tržby z prodeje CP	-	-	-
Výnosy z DFM	-	-	-
Výnosové úroky	-37 %	-44 %	-92 %
Ostatní finanční výnosy	115 %	-80 %	-98 %
Mimořádné výnosy	-	-	-
Výnosy	33 %	26 %	-90 %

5.4 Analýza nákladů

V letech 2010 a 2011 rostly celkové náklady společnosti o 30 % respektive 33 %. V roce 2012 celkové náklady výrazně poklesly, podnik totiž kvůli růstu cen surovin omezil nákup surovin. Materiálové náklady, které tvoří významnou nákladovou položku, v letech 2010 a 2011 rostly, což souvisí především se zvyšováním cen přírodního kaučuku a dalších klíčových surovin na světových trzích. Jejich podíl na celkových nákladech v uplynulých letech také rostl a v současnosti činí již více jak 50 % celkových nákladů. V letech 2010 a 2011 se zvýšily také osobní náklady, což je důsledek rozšiřováním výroby a přijímáním nových pracovníků. Ve všech analyzovaných obdobích klesaly nákladové úroky, což souvisí pře-

devším s využitím levnějších krátkodobých bankovních úvěrů. V letech 2010 a 2011 podnik čerpal zákonně vytvořené rezervy na rekonstrukci budov a výrobních zařízení a naopak v roce 2012 rezervy vytvářel, což se výrazně promítlo do výsledku hospodaření právě v tomto roce.

Tabulka 11 Vertikální analýza nákladů podniku (Vlastní zpracování)

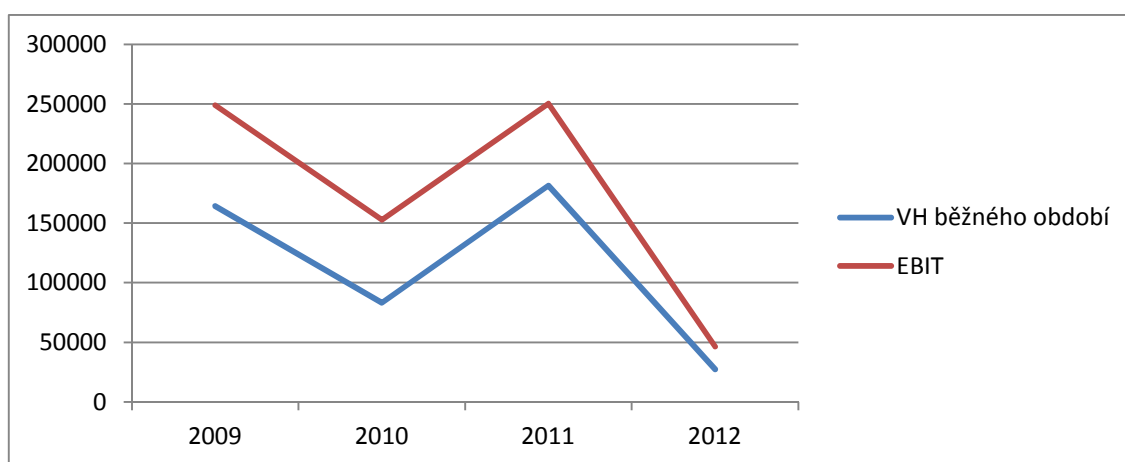
	2009	2010	2011	2012
Náklady na zboží	4 %	7 %	7 %	6 %
Výkonová spotřeba	60 %	62 %	69 %	67 %
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	45 %	51 %	58 %	57 %
<i>Služby</i>	15 %	12 %	11 %	10 %
Osobní náklady	14 %	11 %	10 %	9 %
Daně a poplatky	0 %	0 %	0 %	0 %
Odpisy DHM a DNM	8 %	5 %	3 %	2 %
ZC prodaného DM a materiálu	8 %	10 %	7 %	7 %
Změna stavu rezerv	0 %	0 %	0 %	1 %
Ostatní provozní náklady	1 %	0 %	1 %	0 %
Nákladové úroky	1 %	1 %	1 %	0 %
Ostatní finanční náklady	5 %	4 %	3 %	5 %
Daň z příjmu	0 %	0 %	0 %	1 %
Mimořádné náklady	0 %	0 %	0 %	0 %
Náklady	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabulka 12 Horizontální analýza nákladů podniku (Vlastní zpracování)

	09/10	10/11	11/12
Náklady na zboží	115 %	42 %	-93 %
Výkonová spotřeba	39 %	43 %	-91 %
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	49 %	49 %	-91 %
<i>Služby</i>	8 %	20 %	-92 %
Osobní náklady	11 %	15 %	-92 %
Daně a poplatky	44 %	3 %	-96 %
Odpisy DHM a DNM	-10 %	-27 %	-92 %
ZC prodaného DM a materiálu	60 %	-9 %	-90 %
Změna stavu rezerv	-81 %	-331 %	354 %
Ostatní provozní náklady	-20 %	117 %	-94 %
Nákladové úroky	-19 %	-12 %	-92 %
Ostatní finanční náklady	-4 %	6 %	-84 %
Daň z příjmu	183 %	540 %	74 %
Mimořádné náklady	-	-	-
Náklady	33 %	30 %	-91 %

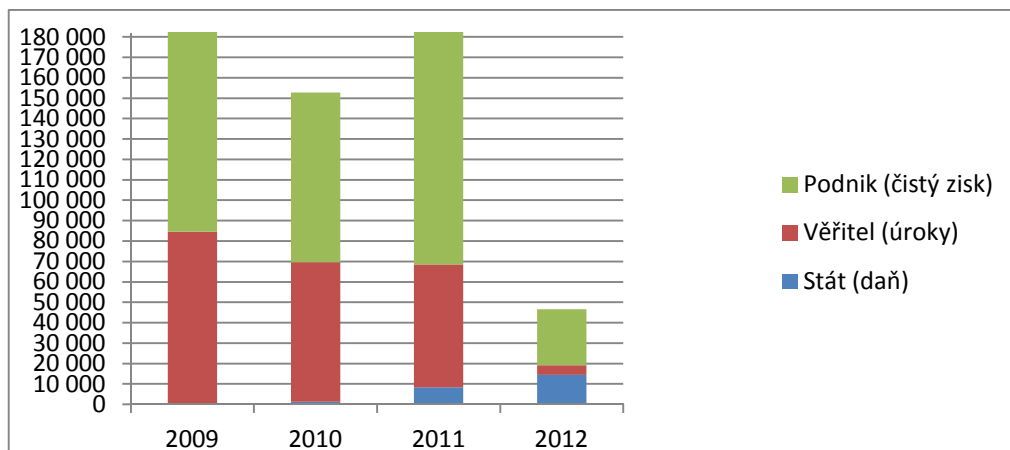
5.5 Analýza výsledku hospodaření

V analyzovaných letech se ukazatele čistého zisku a zisku před úroky a zdaněním vyvíjeli značně nerovnoměrně. V roce 2010 podnik zaznamenal značný pokles obou kategorií zisku, což bylo způsobeno růstem materiálových, osobních a hlavně ostatních provozních nákladů, protože tržby oproti roku 2009 vzrostly. V roce 2011 čistý zisk opět díky růstu tržeb vzrost, jeho pokles v roce 2012 byl způsoben především propadem tržeb z prodeje výrobků v důsledku růstu cen surovin.



Obrázek 2 Vývoj EAT a EBIT podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování)

Z hlediska dělení EBIT lze konstatovat kolísavý vývoj podílu čistého zisku, který je k dispozici vlastníkům. Nákladové úroky se vlivem vyššího zapojení krátkodobých neúročných cizích zdrojů snižují, věřitelé tedy participují na EBIT stále menší měrou. Daňová povinnost se snížila v letech 2010 a 2012 v souvislosti s poklesem zisku před zdaněním.



Obrázek 3 Dělení EBIT (Vlastní zpracování)

5.6 Analýza cash flow

V analyzovaných letech bylo CF z provozní činnosti s výjimkou roku 2012 kladné, což můžeme označit za pozitivní, jelikož provozní činnosti je hlavní výdělečnou činností podniku. V letech 2009 až 2011 podnik výrazně investoval, záporné hodnoty CF z investiční činnosti tedy nemůžeme tedy označit jako negativní. V těchto letech nabývalo záporných hodnot i CF z finanční činnosti, což souviselo se splácením bankovních úvěrů a krátkodobých závazků, jejichž podíl rostl. Klíčové je však to, že celkový stav peněžních prostředků podniku na konci účetních období byl kladný.

Tabulka 13 Vývoj peněžních toků podniku (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Stav PP a pen. ekvivalentů na začátku úč. obd.	233 998	9 912	13 271	15 181
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	697 238	432 688	162 296	-3 587
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-259 063	-375 970	60 797	62 476
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-200 000	-225 000	-154 821	0
Čisté snížení, resp. zvýšení peněžních prostředků	-224 086	3 359	1 910	58 889
Stav PP a pen. ekvivalentů na konci úč. obd.	9 912	13 271	15 181	74 070

5.7 Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál podniku nabýval v letech 2009, 2010 a 2012 kladných hodnot. V roce 2011 poklesl do záporných čísel. Tento problém byl řešen čerpáním kontokorentního úvěru. V současnosti však podnik vytváří dostatečný finanční polštář k úhradě svých krátkodobých závazků.

Tabulka 14 Vývoj čistého pracovního kapitálu podniku (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
ČPK	295 015	254 292	-27 204	181 311

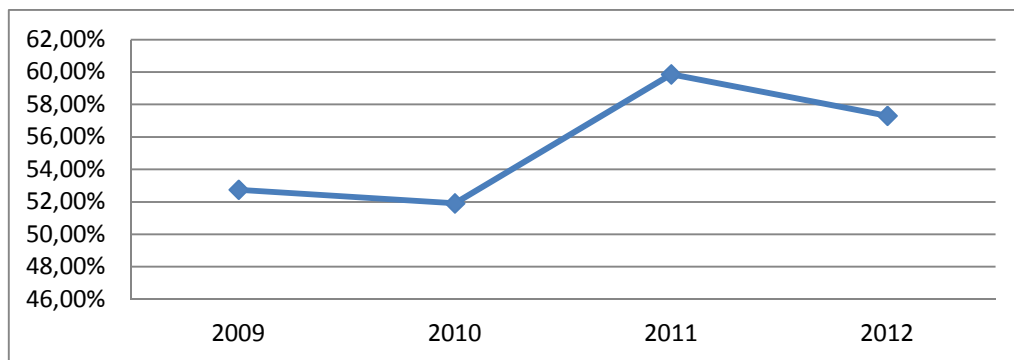
5.8 Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Celková zadluženost podniku se blíží téměř 60 %, přičemž její výše v minulých letech mírně rostla. Z hlediska zadluženosti je důležité to, že ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji ani v jednom z analyzovaných období nepřesáhl doporučenou hodnotu 1. Podnik tudíž volí levnější a rizikovější agresivní strategii financování, kdy je část dlouhodobého majetku financována i krátkodobými cizími zdroji. Podnik je tedy podkapitalizován a zlaté pravidlo financování není splněno. Ukazatel úrokového krytí nedosahuje v případě analyzovaného podniku doporučené hodnoty více než 5 v letech 2009 až 2011, naopak v roce 2012 přesáhl doporučenou hodnotu dvojnásobně. V letech 2009 až 2012 však přesáhl hodnotu 1, část vytvořeného zisku tedy zůstala k dispozici podniku a jeho majitelům. Lze také konstatovat, že při současné finanční situaci podniku existuje dostatečná kapacita k čerpání dalších úvěrů.

Tabulka 15 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku

(Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	52,7 %	51,9 %	59,9 %	57,3 %
Míra zadluženosti	1,1	1,1	1,5	1,4
Dlouhodobé cizí zdroje/cizí zdroje	11,9 %	3,9 %	3,1 %	3,8 %
Dlouhodobé cizí zdroje/dlouhodobý kapitál	11,8 %	4,1 %	4,4 %	5,1 %
Dlouhodobé zdroje/dlouhodobý majetek	10 %	11 %	10 %	10 %
Úrokové krytí	3	2	4	10



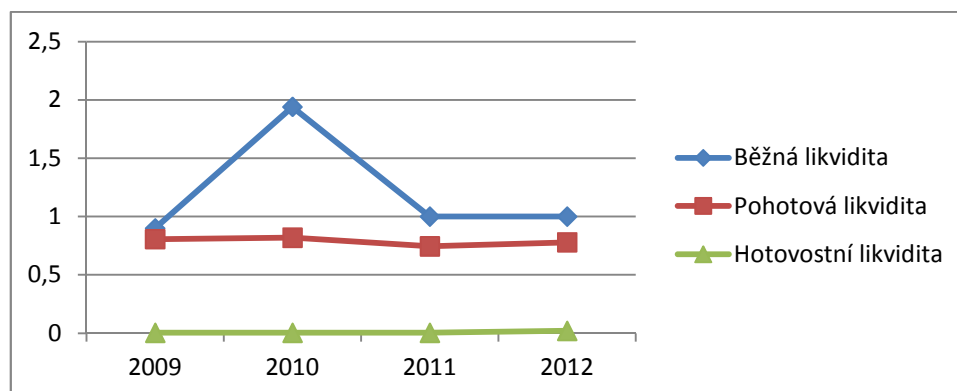
Obrázek 4 Vývoj celkové zadluženosti podniku (Vlastní zpracování)

5.9 Analýza likvidity

Hodnoty ukazatelů běžné likvidity u podniku leží s výjimkou roku 2010 pod doporučenými hodnotami. Pod doporučenými hodnotami leží i ukazatele hotovostní a pohotové likvidity a to ve všech analyzovaných letech, což je ovlivněno především výrazným zapojením krátkodobých cizích zdrojů. Podíl ČPK na oběžných aktivech nedosahuje ani minimální doporučenou hodnotu 30 %. Podnik má však k dispozici kontokorentní úvěr s relativně dostatečným rámcem a čistý provozní kapitál je v současnosti kladný, zdroje jsou tedy zajištěny. Do budoucna by však podnik mohl mít při splácení svých krátkodobých závazků problémy v případě odbytové krize či úpadku platební morálky odběratelů, která se v uplynulých letech zhoršila. Management podniku by tedy měl problematice likvidity věnovat velkou pozornost.

Tabulka 16 Ukazatele likvidity podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	0,9	1,94	1	1
Pohotová likvidita	0,8	0,8	0,7	0,8
Hotovostní likvidita	0,004	0,005	0,004	0,021
ČPK/OA	10%	8%	-1%	5%



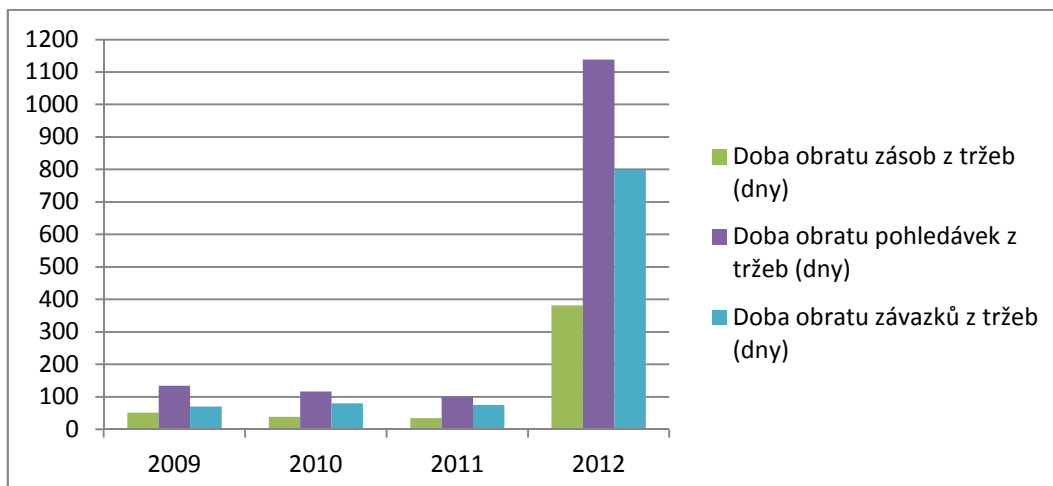
Obrázek 5 Vývoj ukazatelů likvidity (Vlastní zpracování)

5.10 Analýza aktivity

Ukazatel doby obratu dosahuje hodnoty mírně větší než je minimální doporučená hodnota 1 ve všech obdobích s výjimkou let 2012 a 2009. Hodnoty ukazatele obratu aktiv jsou výrazně ovlivněny i potřebou zapojení technologicky náročných a tudíž nákladných výrobních zařízení. Kladně můžeme ohodnotit to, že doba obratu zásob i pohledávek se postupně snižuje, byť v roce 2012 se výrazně zvýšila, což bylo dáno výrazným propadem tržeb v tomto roce. Doba obratu pohledávek je v každém roce delší než doba obratu závazků, což znamená, že podnik úvěruje své odběratele. Obratovost pohledávek vykazuje rostoucí tendenci, což je pozitivní. Výjimku tvořil rok 2012, kdy byla nízká hodnota tohoto ukazatele dána již zmíněným rapidním poklesem tržeb.

Tabulka 17 Ukazatele aktivity podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Obrat celkových aktiv z tržeb	1	1,26	1,53	0,14
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,13	1,45	1,66	0,16
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	51	38	34	381
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	134	116	101	1138
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	70	80	75	798
Obratovost pohledávek	2,69	3	3,51	0,32
Obratovost závazků	5,14	4,48	4,76	0,42



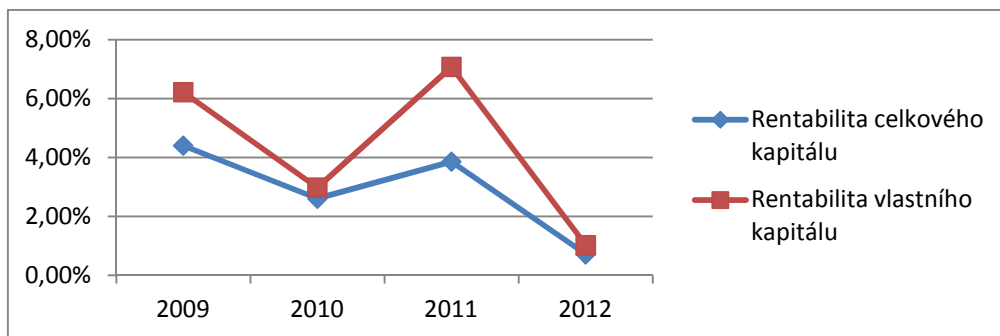
Obrázek 6 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku ve dnech (Vlastní zpracování)

5.11 Analýza rentability

Ukazatele rentability vykazují v posledních čtyřech letech kolísavý průběh. Zejména ukazatele rentability celkového a vlastního kapitálu zaznamenaly prudký pokles v roce 2012, což bylo způsobeno zejména poklesem tržeb v souvislosti s prudkým vzestupem cen surovin a následným propadem výsledku hospodaření. Pokles rentability VK a CK zaznamenala společnost i v roce 2010, kdy byl způsoben zejména poklesem tržeb v důsledku růstu cen surovin a projevil se zde i vliv ekonomické krize. Její odeznění můžeme pozorovat v růstu tržeb v roce 2011, kdy také vzrostly tržby a tím i výsledek hospodaření, což se pozitivně promítlo do růstu rentability celkového a vlastního kapitálu.

Tabulka 18 Ukazatele rentability podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržeb	4,39 %	2,07 %	2,52 %	5,07 %
Rentabilita výnosů	3,73 %	1,82 %	2,28 %	4,70 %
Rentabilita celkového kapitálu	4,40 %	2,60 %	3,86 %	0,71 %
Rentabilita úplatného kapitálu	5,69 %	3,74 %	5,86 %	1,10 %
Rentabilita vlastního kapitálu	6,22 %	2,98 %	7,07 %	1,02 %



Obrázek 7 Vývoj ukazatelů rentability podniku (Vlastní zpracování)

5.12 Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu

Můžeme konstatovat, že díky pozitivnímu vlivu finanční páky celková zadluženost zvyšuje rentabilitu celkového kapitálu, jelikož multiplikátor vlastního kapitálu je ve všech analyzovaných obdobích vyšší než 1. Existuje tedy kapacita pro další zvyšování zadluženosti podniku.

Tabulka 19 Multiplikátor vlastního kapitálu (Vlastní zpracování)

EBT/EBIT	0,66	0,55	0,76	0,90
VK/A	0,47	0,48	0,40	0,41
Multiplikátor VK	1,13	1,03	1,15	1,31

5.13 Další poměrové ukazatele

Negativně můžeme ohodnotit to, že se v uplynulých čtyřech letech postupně snižovala přidaná hodnota na zaměstnance. Pozitivně můžeme naopak ohodnotit to, že se snižuje podíl osobních nákladů na výnosech a to i při růstu počtu zaměstnanců v letech 2009 až 2011, pozitivní je taktéž snižování podílu nákladových úroků na tržbách a přidané hodnotě i při mírném růstu zadluženosti.

Tabulka 20 Další poměrové ukazatele podniku (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Přidaná hodnota/počet zaměstnanců	783	740	699	90
Tržby/počet zaměstnanců	2605	3288	4001	373
Osobní náklady/počet zaměstnanců	392	420	439	34
Výkonová spotřeba/výnosy	58%	61%	69%	62%
Osobní náklady/výnosy	13%	11%	10%	8%
Odpisy/výnosy	7%	5%	3%	2%
Nákladové úroky/výnosy	1%	1%	1%	0%

PH/Výnosy	27%	19%	16%	21%
Osobní náklady/přidaná hodnota	50%	57%	63%	38%
Odpisy/PH	28%	26%	18%	11%
Náklad. úroky/PH	5%	4%	3%	2%
HV před zdaněním/PH	10%	5%	11%	19%

5.14 Souhrnné ukazatele podniku

V letech 2009, 2010 a 2012 se podnik nacházel pod hranicí tzv. šedé zóny, což naznačuje možnost vážných finančních potíží. V roce 2011 měl dle této analýzy nevyhraněnou finanční situaci.

Tabulka 21 Výpočet Altmanova Z-skóre podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
0,717 * ČPK / Aktiva	0,009	0,031	-0,003	0,020
0,847 * Nerozdělený zisk / Aktiva	0,025	0,012	0,024	0,004
3,107 * EBIT / Aktiva	0,137	0,081	0,120	0,022
0,420 * Vlastní kapitál / Cizí kapitál	0,372	0,385	0,278	0,302
0,998 * Tržby / Aktiva	1,016	1,248	1,508	0,132
Z-skóre	1,559	1,757	1,926	0,480

Dle indexu IN05 se tedy podnik v letech 2009 a 2011 nacházel v tzv. šedé zóně a v letech 2010 a 2012 měl dle tohoto ukazatele vážné finanční potíže. Výsledek je ovlivněn především nízkou hodnotou ukazatele úrokového krytí a běžné likvidity.

Tabulka 22 Výpočet indexu IN05 podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
0,13 * Aktiva / Cizí zdroje	0,246	0,250	0,217	0,227
0,04 * EBIT / Úroky	0,118	0,089	0,166	0,390
3,92 * EBIT / Aktiva	0,173	0,102	0,151	0,028
0,21 * Výnosy / Aktiva	0,238	0,305	0,348	0,034
0,09 * Oběžná aktiva / Krátkodobé cizí zdroje	0,1	0,098	0,089	0,095
Index IN05	0,875	0,845	0,972	0,773

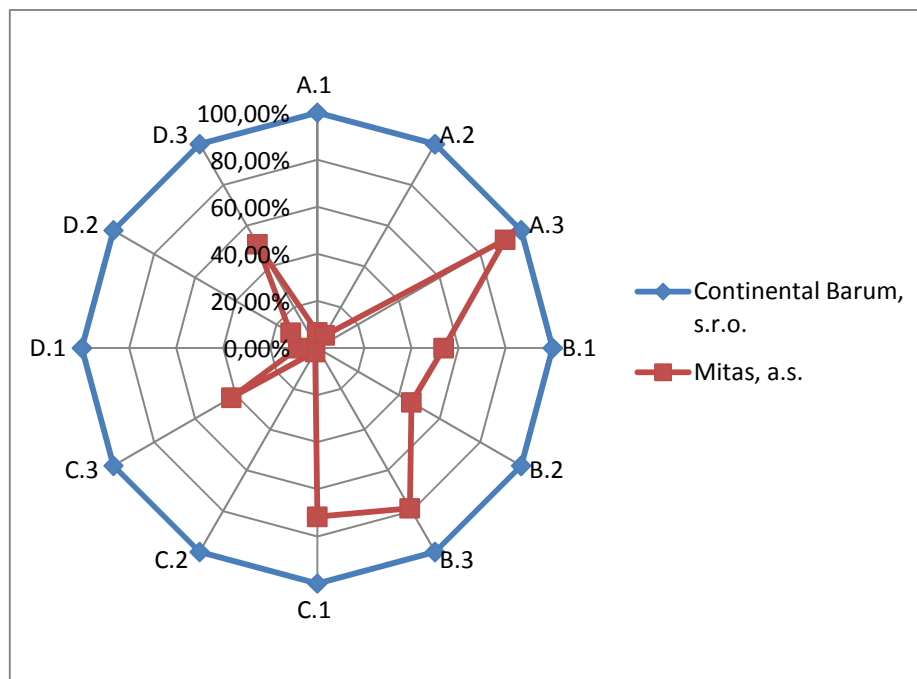
5.15 Spider analýza

Pro potřeby srovnání výkonnosti v rámci Spider analýzy byl vybrán podnik Barum Continental s.r.o., který působí rovněž v odvětví gumárenského průmyslu. Z výsledků této analýzy vyplývá, že podnik Barum Continental s.r.o. dosáhl v roce 2012 lepších ekonomických

výsledků v porovnání s podnikem Mitas a.s. ve všech klíčových ukazatelích. Barum Continental vykazuje výrazně vyšší rentabilitu vlastního kapitálu i celkových aktiv a mnohem lépe je na tom i z hlediska likvidity. Ukazatel běžné likvidity společnosti Barum se v roce 2012 pohyboval v rámci doporučených hodnot a ukazatel pohotové likvidity ležel jen mírně nad doporučenými hodnotami. Z analýzy také vyplývá, že podnik Mitas využívá ke svému financování ve srovnání s podnikem Barum Continental mnohem více cizích zdrojů. Podnik Barum k financování dlouhodobého majetku používá mnohem více dlouhodobých zdrojů a to především vlastní kapitál a volí tedy dražší a méně rizikovou konzervativní strategii financování DM. Ukazatel úrokového krytí převýšil v roce 2012 u podniku Mitas minimální doporučenou hodnotou dvojnásobně, u podniku Continental však dosáhl ještě výrazně vyšších hodnot, což souvisí s vyšším vytvořeným ziskem před úroky a zdaněním. Podnik Barum Continental je tedy finančně výrazně stabilnější. Co se týká ukazatelů aktivity, můžeme říci, že podnik Continental mnohem lépe využívá svůj majetek, jelikož ukazatel obratu aktiv nepřesáhl v daném roce u podniku Mitas hodnotu 1. Výrazně lepších výsledků dosáhl podnik Barum Continental také v oblasti obratovosti pohledávek a závazků.

Tabulka 23 Porovnání finančních ukazatelů podniku Mitas s podnikem Barum Continental v roce 2012 (Vlastní zpracování)

		Mitas, a.s.	Barum Continental, s.r.o.
Rentabilita	A. 1 Rentabilita vlastního kapitálu	1%	15%
	A. 2 Rentabilita aktiv	0,71%	11%
	A. 3 Rentabilita výnosů	4,7%	5%
Likvidita	B. 1 Běžná likvidita	1	1,96
	B. 2 Pohotová likvidita	0,8	1,69
	B. 3 Hotovostní likvidita	0,021	0,027
Zadluženost	C. 1 Vlastní kapitál/Aktiva	41%	58%
	C. 2 Krytí DM dl. kapitálem	0,05	2,7
	C. 3 Úrokové krytí	10	23,7
Obratovost	D. 1 Obratovost aktiv	0,1	1,7
	D. 2 Obratovost pohledávek	0,3	2,6
	D. 3 Obratovost závazků	0,4	4,3



Obrázek 8 Porovnání finančních ukazatelů podniku Mitas s podnikem Barum Continental v roce 2012 (Vlastní zpracování)

5.16 Závěrečné shrnutí finanční analýzy

Z finanční analýzy podniku vyplývá, že podnik v posledních čtyřech rostl co velikosti. Podnik rozšiřoval výrobu v ČR a otevřel také nový výrobní závod v USA a Srbsku, což se promítlo do růstu bilanční sumy. Hospodářský výsledek vykazoval v uplynulých čtyřech letech kolísavou tendenci, což bylo ovlivněno hlavně změnami cen základních surovin na světových trzích a výkyvy měnových kurzů, výrazná propad zaznamenal výsledek hospodaření díky vlivu těchto faktorů hlavně v roce 2012. V této souvislosti by jistě bylo vhodné zvážit změny v politice zásob podniku a využít vhodnějších nástrojů na ochranu před kolísání měnového kurzu a kurzu nákupních cen surovin. Mnohem menší vliv měla na podnik ekonomická krize. Ta se promítla především v poklesu prodeje pneumatik pro motocykly a stavební stroje v roce 2009, jelikož aktivita v automobilovém průmyslu a ve stavebnictví vlivem ekonomických problémů v Evropě po roce 2007 poklesla. Nyní však lze pozorovat opětovný mírný růst prodeje i v těchto segmentech díky změnám v cenové politice. Hospodářská recese měla však jen velmi malý dopad na objem prodeje pneumatik pro zemědělské stroje, které tvoří hlavní prodejní artikl podniku. Velmi důležité bylo objevení nových odbytišť, o čemž svědčí i růst objemů prodeje a investice na severoamerických a asijských trzích, což se pozitivně promítlo na tržbách hlavně v roce 2011. Co se týká dalších

významných nákladových položek po spotřebě materiálu a energie, je třeba upozornit na růst osobních nákladů, který souvisel s růstem počtu zaměstnanců v letech 2009 až 2011. Dále je třeba se zmínit o faktorech finančního zdraví podniku. Podnik vykazuje mírně rostoucí celkovou zadluženost, kdy cizí kapitál tvoří již téměř 60 % celkových pasiv. Převážná část cizích zdrojů je tvořena krátkodobými cizími zdroji, což se projevuje v nízkých hodnotách ukazatelů likvidity. Celkově však můžeme říci, že celková zadluženost působí na podnik pozitivně díky pozitivnímu vlivu finanční páky. Existuje zde tedy prostor pro další růst zadlužení. Podnik v současnosti volí agresivní strategii financování dlouhodobého majetku, podle mě by však bylo vhodné podrobněji zvážit rizika, která z ní plynou a zvážit případné využití dlouhodobých cizích zdrojů i při růstu finančních nákladů při využití konzervativní strategie financování. Dále můžeme říci, že podnik vytváří dostatečný finanční polštář, jelikož čistý pracovní kapitál je v současnosti kladný. Existuje zde však riziko platební neschopnosti podniku, což signalizují i použité bankrotní modely. Při rozsáhlém využití krátkodobých cizích zdrojů je tedy vhodné zvážit dopad případné odbytové krize podniku či zhoršení platební morálky odběratelů na solventnost podniku. Rentabilita vlastního i celkového kapitálu podniku značně kolísala, což souviselo s již zmíněnými změnami v hospodářských výsledcích podniku. Pozornost by bylo vhodné věnovat i obratovosti aktiv, která dosahuje poměrně nízkých hodnot, což je však dáno i využitím nákladných výrobních zařízení.

III. PROJEKTOVÁ ČÁST

6 HODNOCENÍ VÝKONOSTI PODNIKU POMOCÍ MODERNÍHO UKAZATELE EVA

Nyní bude provedeno hodnocení výkonnosti podniku v uplynulých třech letech pomocí moderního konceptu ekonomické přidané hodnoty. Pro samotný výpočet EVA je nutné provést několik úprav.

6.1 Úprava aktiv na tzv. čistá operativní aktiva (NOA)

V tomto kroku bude nezbytné aktivovat položky, které v rozvaze nejsou vykazovány, vyloučit neoperativní aktiva a snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

V případě společnosti Mitas jsou zvažovány následující úpravy:

1) Aktivace položek

- **Leasing** – společnost využívá leasing k pořízení především osobních automobilů a v menší míře k pořízení kancelářské techniky a výrobních zařízení. Současnou hodnotu leasingových splátek v uplynulých čtyřech letech uvádí následující tabulka.

Tabulka 24 Současná hodnota leasingových splátek (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Aktivace leasingu	74 085	50 125	40 653	40 454

• Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Oceňovací rozdíly u DM vznikající díky používání historických cen v účetnictví nebyly u tohoto podniku shledány jako významné, proto pro výpočet EVA kvůli oceňovacím rozdílům není nutné provádět úpravy účetních výkazů.

• Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládány účinky

Velmi důležitou položkou jsou náklady na výzkum a vývoj. Jelikož tyto náklady v analyzovaném období nevznikly, není třeba provádět úpravy účetních výkazů. V budoucnu však není vyloučena nezbytnost aktivace těchto položek. Podnik však v minulých letech zaznamenal náklady na vzdělávání pracovníků a reklamu, proto je třeba tyto položky aktivovat. Nejprve musíme tyto o tyto položky upravit výsledek hospodaření a nově započítat odpisy těchto aktiv, následně je třeba je zařadit k DNK v aktivech a o stejnou částku zvýšit položku ekvivalenty VK v pasivech. Náklady na vzdělávání pra-

covníků v roce 2010 činily 8 082 000 Kč. Lze předpokládat, že tato školení budou podniku přinášet prospěch po dobu 3 let. Proto budou tyto aktivované náklady odepisovány po dobu 3 let lineárně.

Tabulka 25 Aktivace nákladů na vzdělávání zaměstnanců (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2010	2011	2012
Odpisy	2 694	2 694	2 694
Zůstatková cena	5 388	2 694	0

Dále je třeba aktivovat náklady na reklamu, tyto náklady v roce 2010 činily 57 651 000 Kč, přičemž se očekává, že reklamní kampaň povede ke zvýšení tržeb v následujících 3 letech. Odpisy jsou opět lineární, doba odepisování stanovena na 3 roky.

Tabulka 26 Aktivace nákladů na reklamu (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2010	2011	2012
Odpisy	19 217	19 217	19 217
Zůstatková cena	38 434	19 217	0

- **Goodwill**

Jelikož goodwill v uplynulých letech nevznikl, není nutné provádět žádné úpravy účetních výkazů v souvislosti s touto položkou.

2) Vyčlenění neoperativních aktiv

Důležité je nyní identifikovat aktiva, která mají operativní charakter a jsou nezbytná pro hlavní výdělečnou činnost podniku.

- **Krátkodobý finanční majetek**

Vzhledem k nízké hodnotě ukazatele hotovostní likvidity, který je nižší než 0,5, není nutné krátkodobý finanční majetek z aktiv vyřazovat.

- **Dlouhodobý finanční majetek**

V případě analyzované společnosti se jedná o investice do dceřiných společností v zahraničí, které zajišťují pokrytí těchto trhů produkty společnosti. Došlo tedy k propojení mezi hlavní činností analyzovaného podniku a podniky, do kterých bylo investováno. Hodnotu DFM je tedy nutné v aktivech ponechat.

- **Nedokončené investice**

Jde o DHM a DNM, který je provozně potřebný, v současnosti však podniku nepřináší žádné výnosy. Je tedy vhodné jej z aktiv společnosti vyloučit.

Tabulka 27 Nedokončený DNM a DHM podniku (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Nedokončený DNM	0	2 321	76	76
Nedokončený DHM	74 607	60 102	69 546	72 093
Celkem nedokončené investice	74 607	62 423	69 622	72 169

- **Neprovozní majetek**

Společnost nevlastní žádné nepotřebné zásoby či nepotřebný dlouhodobý majetek (budovy, pozemky), proto není třeba žádné úpravy v této souvislosti provádět.

- **Neúročený cizí kapitál**

Rezervy mající charakter skutečných závazků, krátkodobé a dlouhodobé neúročené závazky a časové rozlišení pasiv byly vyloučeny z důvodu způsobu výpočtu ukazatele EVA.

Tabulka 28 Neúročený cizí kapitál podniku (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Rezervy	14 696	11 000	17 200	27 707
Dlouhodobé závazky	115 285	108 004	101 848	116 392
Krátkodobé závazky	1 119 270	1 636 737	2 056 865	2 035 051
Časové rozlišení pasiv	28 777	31 167	34 993	93 608
Celkem	1 278 028	1 786 908	2 210 906	2 272 258

Všechny výše popsané změny přehledně popisuje následující tabulka.

Tabulka 29 Přehled všech změn převodu aktiv na čistá operativní aktiva (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	5 655 561	5 870 908	6 482 096	6 524 151
+ leasing	74 085	50 125	40 653	40 454
+ aktivace nákladů na reklamu (snížená o odpisy)	0	38 434	19 217	0
+ aktivace nákladů na vzdělávání pracovníků (snížená o odpisy)	0	5 388	2 694	0
- nedokončený DM	74 607	62 423	69 622	72 169
- neúročený cizí kapitál	1 278 028	1 786 908	2 210 906	2 272 258
NOA	4 377 011	4 115 524	4 264 132	4 220 178

Konkrétní dopad popsaných změn do majetkové struktury je popsán v následující tabulce.

Tabulka 30 Vymezení NOA v jednotlivých letech - aktivní část rozvahy (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
DM	2 666 175	2 701 017	2 728 767	2 683 485
DHM	2 399 238	2 204 394	2 004 871	1 986 373
DNM	88 451	48 832	34 133	9 198
DFM	178 486	447 791	689 763	687 914
ČPK	1 710 836	1 414 507	1 535 365	1 536 693
Zásoby	803 180	785 061	929 580	973 261
Pohledávky	2 109 888	2 384 077	2 788 900	2 728 656
KFM	9 912	13 271	15 181	74 070
Časové rozlišení	65 884	19 006	12 610	32 964
(-) Neúročené závazky	1 278 028	1 786 908	2 210 906	2 272 258
NOA	4 377 011	4 115 524	4 264 132	4 220 178

6.2 Vymezení NOPAT

Pro určení výše NOPAT vyjdeme z výsledku hospodaření běžného období před zdaněním a provedeme následující úpravy:

- Vyloučíme z finančních nákladů placené úroky (přičteme je k VH), a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách. Výši úroků z leasingu určíme vynásobením odhadnuté alternativní úrokové sazby (vycházíme z tabulky č. 36) a výše leasingového závazků k začátku daného období. U bankovních úroků vycházíme přímo z nákladových úroků daného období placených podnikem.

Tabulka 31 Vývoj nákladových úroků (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Nákladové úroky - úvěry	84 097	68 428	60 269	4 776
Nákladové úroky - leasing	4 290	7 357	2 882	1 781

- Dále je nutné vyloučit mimořádné položky, které se ve stejné výši nebudou opakovat. V našem případě jde o výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku.

Tabulka 32 Vývoj VH z prodeje DM (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
VH - prodej DM	683	4312	859	65

- Je také nutné aktivovat náklady na reklamu, vzdělávání pracovníků a upravit výsledek hospodaření o odpisy těchto aktivovaných položek.

Přehled všech úprav výsledku hospodaření z běžné činnosti zachycuje tabulka č. 33.

Tabulka 33 Přehled všech změn při úpravách VH z běžné činnosti podniku (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti před zdaněním	164 331	83 109	181 553	27 375
+ nákladové úroky (úvěr + leasing)	88 387	75 785	63 151	6 557
- VH z prodeje DM	683	4 312	859	65
+ aktivace nákladů na vzdělávání do DM	-	8 082	-	-
+ aktivace nákladů na reklamu do DM	-	56 651	-	-
- dodatečné odpisy (náklady na vzdělávání)	-	2 694	2 694	2 694
- dodatečné odpisy (náklady na reklamu)	-	19 217	19 217	19 217
VH z běžné činnosti po úpravách	252 035	197 404	221 394	11 956

Nyní můžeme přistoupit k výpočtu NOPAT. Je třeba stanovit tzv. upravenou daň, kterou by podnik platil z operativního zisku. Budeme postupovat tak, že splatnou daň zvýšíme či snížíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období z výsledovky. Rozdíl mezi původním a upraveným VH z běžné činnosti před zdaněním je zdaněn dle platné sazby daně z příjmů právnických osob (v roce 2009 20 % a v následujících letech vždy 19 %). Výsledný NOPAT je stanoven jako upravený VH z běžné činnosti před zdaněním – původně placená daň – dodatečně placená daň.

Tabulka 34 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti před zdaněním - původní	164 789	84 405	189 846	41 805
VH z běžné činnosti před zdaněním - po úpravách	252 035	197 404	221 394	11 956
Rozdíl (VH původní - VH po úpravách)	87 246	112 999	31 548	-29 849
Původně placená daň	458	1296	8293	14430
Dodatečně vypočtená daň	17 449	21 470	5 994	-5 671
NOPAT	146 882	61 639	175 559	33 046

Po provedených úpravách je nutné upravit i výkazy. Změna kapitálové struktury se totiž projeví při výpočtu WACC.

Tabulka 35 Upravená pasivní částí rozvahy (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál	2 569 231	2 774 019	2 519 479	2 620 099
Základní kapitál	1 460 384	1 460 384	1 460 384	1 460 384
Kapitálové fondy	12 543	77 719	-173 778	-76 226
Rezervní fondy	292 077	292 077	292 077	292 077
VH minulých let	714 503	879 331	806 954	988 158
VH účetního období	164 331	83 109	181 553	27 375
Ekvivalenty VK	-74 607	-18 601	-47 711	-72 169
Cizí zdroje	1 807 780	1 341 505	1 744 653	1 600 079
Bankovní úvěry	1 733 695	1 291 380	1 704 000	1 559 625
Leasing	74 085	50 125	40 653	40 454
Kapitál celkem	4 377 011	4 115 524	4 264 132	4 220 178

6.3 Výpočet WACC

Pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál je nejprve nutné stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál.

1) Stanovení nákladů na cizí kapitál

Existuje několik metod, jak určit náklady na bankovní úvěr:

- a) Jednou z možností je i využití alternativního způsobu, který je založen na tržních datech. Vycházíme z bezrizikové úrokové míry, za kterou volíme průměrnou roční úrokovou sazbu desetiletých státních dluhopisů ČR. Dále potřebujeme znát ukazatel úrokového krytí, jehož výše určuje rating podniku, od něhož se odvíjí riziková přírážka.

Tabulka 36 Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Bezriziková úroková míra (ČNB)	1,35 %	3,43 %	3,75 %	3,68 %
Úrokové krytí	2,96	2,21	4,01	9,77
Rating (dle Damodarana)	B+	B	BBB	AA
Riziková přírážka (dle Damodarana)	5,5	6,5	2	0,7
Odhadnutá sazba BÚ	6,85 %	9,93 %	5,75 %	4,38 %

- b) Další možností je využití vztahu nákladové úroky/bankovní úvěry. Tento postup je však spojen s řadou problémů, proto volím pro výpočet těchto nákladů raději vztah úroky/((stav BÚ na začátku roku + stav BÚ na konci roku)/2).

Tabulka 37 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012
Stav BÚ na konci roku	1 733 695	1 291 380	1 704 000	1 559 625
Průměrný stav BÚ	2 036 648	1 512 538	1 497 690	1 631 813
Nákladové úroky	84 097	68 428	60 269	4 776
Úroková sazba úvěru - stav BÚ na konci roku	4,85 %	5,30 %	3,54 %	0,31 %
Úroková sazba úvěru - průměrný stav BÚ	4,13 %	4,52 %	4,02 %	0,29 %

Pro stanovení nákladů na bankovní úvěr, který společnost čerpá, využijeme údaje z předcházející tabulky. Musíme vzít v úvahu i vliv daňového štítu, kdy daňová sazba pro rok 2009 byla 20 % a pro roky 2010 až 2012 vždy 19 %.

Tabulka 38 Náklady na bankovní úvěr (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Nominální úroková sazba z úvěru	4,13 %	4,52 %	4,02 %	0,29 %
Náklady na bankovní úvěr	3,30 %	3,66 %	3,26 %	0,23 %

- **Leasing**

Vzhledem k vysokému počtu uzavřených leasingových smluv použijeme pro stanovení nákladů na leasing alternativní způsob stanovení nákladů na cizí kapitál založený na tržních datech, kdy vycházíme z tabulky č. 36. Opět musíme zohlednit vliv daňového štítu.

Tabulka 39 Odhadnutá úroková sazba leasingu (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012
Odhadnutá úroková sazba z leasingu	6,85 %	9,93 %	5,75 %	4,38 %
Náklady na leasing	5,48 %	8,04 %	4,66 %	3,55 %

Nyní můžeme stanovit vážené průměrné náklady na cizí kapitál.

Tabulka 40 Průměrné náklady dluhu (Vlastní kapitál)

	2009	2010	2011	2012
Bankovní úvěry (počátek roku)	2 339 600	1 733 695	1 291 380	1 704 000
Leasing (počátek roku)	62 621	74 085	50 125	40 653
Náklady na bankovní úvěry	3,30 %	3,66 %	3,26 %	0,23 %
Náklady na leasing	5,48 %	8,04 %	4,66 %	3,55 %
Průměrné náklady dluhu (N_{CK})	5,40 %	7,94 %	4,62 %	3,41 %

2) Stanovení nákladů na vlastní kapitál

V praxi se pro stanovení nákladů VK používají různé metody, já využiji metodu CAPM s náhradními odhady koeficientu β , jelikož společnost není obchodovatelná na kapitálovém trhu. Koeficient β odvodíme od koeficientu podobných společností v chemickém průmyslu. Dále potřebujeme znát bezrizikovou úrokovou míru. Rizikovou prémii určíme vzhledem k vysoké volatilitě výnosů kapitálového trhu v ČR na základě odhadu dle Damodarana. Hodnoty CK a VK použité pro výpočet vychází z upravených hodnot v tabulce č. 35. Model CAPM má jisté nevýhody (např. nezohledňuje systematické riziko), pro naše potřeby však dostačuje.

Tabulka 41 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM (Vlastní zpracování)

	2010	2011	2012
r_f	3,43%	3,75%	3,68%
β - nezadlužená	1,03	1,15	1,09
β - zadlužená	1,59	1,60	1,63
Riziková prémie	5,85%	6,28%	7,28%
r_e	12,73%	13,80%	15,54%

Příklad výpočtu nákladů na vlastní kapitál v roce 2010:

$$\beta_z = \beta_N \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{CK_0}{VK_0} \right] = 1,03 \times \left[1 + (1 - 0,21) \times \frac{1807780}{2659231} \right] = 1,59$$

$$r_e = r_f + \beta_z \times \text{riziková prémie} = 3,43 + 1,59 \times 5,85 = 12,73\%$$

Náklady na VK v dalších letech určíme podle stejných vzorců s daty daného období.

3) Stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál

Nyní přistoupíme k výpočtu WACC, které určíme podle vzorce, který je uveden v teoretické části diplomové práce. Hodnoty CK a VK opět vychází z tabulky č. 35.

Tabulka 42 Výpočet WACC (Vlastní zpracování)

	2010	2011	2012
N_{CK}	7,94%	4,62%	3,41%
N_{VK}	12,73%	13,80%	15,54%
CK/C (počátek roku)	0,41	0,33	0,41
VK/C (počátek roku)	0,59	0,67	0,59

WACC	10,75%	10,81%	10,58%
------	--------	--------	--------

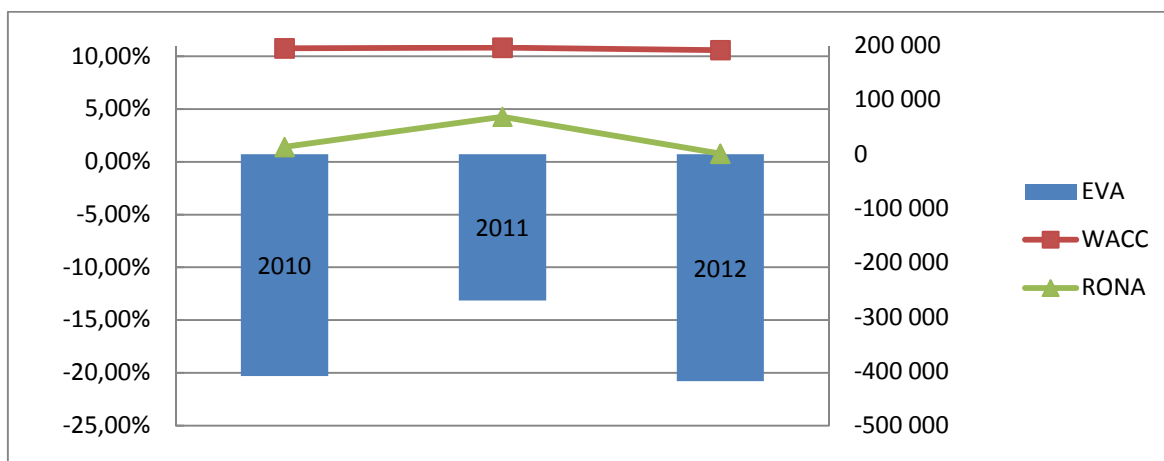
Průměrné vážené náklady na kapitál byly tedy v uplynulých třech letech přibližně konstantní. Poklesly zejména průměrné náklady dluhu, což bylo způsobeno hlavně větším využitím levnějších krátkodobých bankovních úvěrů. Mírný růst zadluženosti, která se v současnosti blíží již téměř 60 %, se promítl do růstu nákladů na vlastní kapitál.

6.4 Výpočet EVA

Výpočet ukazatele EVA je proveden pomocí ekonomického modelu, který vychází z upravených dat a WACC uvedených v tabulce č. 42.

Tabulka 43 Výpočet EVA dle ekonomického modelu (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2010	2011	2012
NOA (počátek období)	4 377 011	4 115 524	4 264 132
NOPAT	61 639	175 559	33 046
WACC	10,75 %	10,81 %	10,58 %
EVA	-408 890	-269 329	-418 099



Obrázek 9 Vývoj EVA (v tis. Kč), RONA a WACC (v %) společnosti (Vlastní zpracování)

Podnik v letech 2010 a 2012 nedokázal vytvořit kladnou přidanou hodnotu, docházelo tedy k ničení hodnoty podniku. Vidíme, že v např. v roce 2011 nám ukazatel EVA dává rozdílný pohled na podnik než tradiční ukazatele výkonnosti finanční analýzy jako je čistý zisk a rentabilita VK. V roce 2011 totiž EAT a ROE rostly, podnik však v tomto vykázal výrazně

zápornou přidanou ekonomickou hodnotu. Zde můžeme vidět zjevný rozpor mezi moderním ukazatelem ekonomické přidané hodnoty a tradičními ukazateli finanční analýzy.

6.5 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Pro identifikaci generátorů hodnoty použijí pyramidový rozklad vrcholového ukazatele EVA. U dílčích generátorů hodnoty je kvantifikován jejich vliv na vrcholový ukazatel. Pyramidový rozklad je vypracován pro roky 2011 a 2012. Ke kvantifikaci vlivů je použita tzv. funkcionální metoda rozkladu.

Jak můžeme vidět, podnik v letech 2011 a 2012 nedokázal vytvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, což bylo způsobeno především výrazně záporným spreadem (RONA – WACC) v obou obdobích. Pokles spreadu byl způsoben výrazným poklesem rentability čistých operativních aktiv, jelikož WACC se v roce 2012 mírně snížily.

EVA			EVA	
-269 329	-418 099	=	rok 2011	rok 2012
-			pokles EVA	
-			-	
RONA - WACC			C (NOA)	
-9,81	-9,80	*	4 377 011	4 115 524
+			-	
-			-	
RONA			WACC	
4,27%	0,77%	-	10,81%	10,58%
-			-	

Na RONA mají dopad především zisková marže (NOPAT / Tržby) a obratovost investovaného kapitálu. Na propadu ukazatele RONA se podepsal především nízký obrat aktiv, jelikož zisková marže v roce 2012 oproti roku 2011 vzrostla. Pokles obratovosti aktiv byl způsoben především prudkým propadem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb i propadem tržeb z prodeje zboží.

RONA					
4,27%	0,77%				
-					
NOPAT / Tržby		*	Tržby / C		
1,79%	3,83%		2,38	0,20	
+			-		
			Tržby		
			9 791 988	862 331	
			-		
			+		
			T za prodej zboží		
			872 105	63 436	
			-		
			+		
			T za vl. v. a sl.		
			8 919 883	798 895	
			-		

Na pokles EVA v roce 2012 měl negativní vliv i růst investovaného kapitálu, i když v menší míře než pokles RONA, přičemž dosažený spread byl záporný, jak již bylo zmíněno. Růst investovaného kapitálu a tím i NOA byl způsoben zejména růstem pohledávek, zásob a dlouhodobého finančního majetku.

		C (NOA)						
		4 115 524	4 264 132					
		+						
		ČPK		DM		Časové rozlišení		
		1 395 501	1 522 755	+	2 701 017	2 728 767	+	
		+		+		+		
		DHM		DNM		DFM		
		2 204 394	2 004 871	+	48 832	34 133	+	
		-		-		+		
Zásoby		Pohledávky		KFM		Krátkodobý CK		
785 061	929 580	+	2 384 077	2 788 900	+	13 271	15 181	
+		+		+		-	1 786 908	2 210 906

Dále můžeme vidět, že zisková marže i přes snížení tržeb rostla. Na jejím růstu se podílel hlavně růst přidané hodnoty na tržbách a snížení podílu odpisů a osobních nákladů na tržbách.

NOPAT / Tržby										
1,79%	3,83%									
+										
PH / T			Osobní Ná / T			Odpisy / T			Ost. V - ost. Ná / T	
17,68%	25,73%	-	11,11%	9,78%	-	3,17%	2,71%	+	-0,40%	0,01%
			-			-			+	

V roce 2012 došlo i k růstu průměrných vážených nákladů na kapitál, což bylo ovlivněno růstem nákladů na VK, který způsobil růst β koeficientu a rizikové prémie. Vyšší riziková prémie byla způsobena zvýšením zadlužení podniku v tomto roce.

WACC										
10,81%	10,58%									
-										
VK/C		*	Nvk		+	CK/C		*	Nck	
63,38%	61,22%		13,80%	15,54%		30,65%	42,39%		4,62	3,41
-			+			+			-	
			rf		+	Koeficient β			Riziková prémie	
			3,75	3,68		1,60	1,63		6,28	7,28
			+			+			+	

7 PROJEKT IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA V PODNIKU MITAS, A.S.

Projektová část práce je věnována i samotné implementaci konceptu EVA do systému měření výkonnosti podniku Mitas. Koncept EVA by jeho managementu měl podat detailnější obraz o podnikové výkonnosti a měl by přispět ke zlepšení strategického řízení a dlouhodobého plánování v této společnosti.

7.1 Stávající systém měření výkonnosti

V současnosti se v podniku využívají především tradiční ukazatele měření výkonnosti. V podniku je vybudován systém manažerského účetnictví, který poskytuje data pro kalkulace a rozpočetnictví. Ziskovost jednotlivých výrobků a výrobních řad je sledována pomocí kalkulací a příspěvků na úhradu fixních nákladů a zisku. Jednotlivé vnitropodnikové útvary mají své vlastní roční rozpočty. V podniku také existuje systém střediskového hospodaření. Pro potřeby finančního plánování je používána controllingovým útvarem finanční analýza společnosti a to zejména při plánování cash flow. Z moderních měřítek výkonnosti je v podniku využívána koncepce BSC a to od úrovně vlastníků přes nejvyšší management až po pracovníky ve výrobě. Cílové hodnoty měřítek jednotlivých perspektiv BSC jsou revidovány čtvrtěčně. Pomocí měřítka EVA hodnotí manažeři výkonnost koncernu Česká gumárenská společnost a.s jako celku, výkonnost jednotlivých částí koncernu včetně společnosti Mitas a.s. však pomocí tohoto moderní měřítka není hodnocena. Domnívám se, že EVA by mohla být zapojena do finanční perspektivy BSC jako vrcholové měřítko místo stávajícího čistého zisku. Pomocí konceptu EVA by také bylo možné lépe kontrolovat plnění vrcholového cíle podniku, kterým je maximalizace jeho tržní hodnoty, jelikož mnohé výzkumy ukazují silnou korelaci mezi růstem EVA a růstem tržní ceny podniku.

7.2 Požadavky kladené na tento systém

Hodnocení ekonomické výkonnosti podniku provádí v současnosti pracovníci controllingu, kteří také budou patřit spolu s pracovníky finančního oddělení společnosti k hlavním uživatelům nového měřítka podnikové výkonnosti. Mezi hlavní požadavky kladené managementem na nové moderní měřítko výkonnosti patří: jednoduchost výpočtu, malý počet úprav a vysoká vypovídací schopnost. Měřítka by měla také zohledňovat náklady na vlastní i cizí kapitál. Měřítka by rovněž měla být použitelná na divizionální úrovni a měla by

tudíž umožňovat srovnávání výkonnosti jednotlivých částí koncernu Česká gumárenská společnost pomocí benchmarkingu a ukázat jako měrou se společnost MITAS podílí na tvorbě ekonomické přidané hodnoty společnosti Česká Gumárenská společnost, jíž je součástí. Měřítko by také mělo být aplikovatelné v dceřiných společnostech podniku MITAS v ČR i v zahraničí. Dále by měřítko mělo být možné navázat na systém odměňování vrcholových manažerů společnosti a případně i dalších zaměstnanců a umožňovat hodnocení efektivnosti investic. Měřítko by současně mělo být možné propojit s již využívaným konceptem BSC. Můžeme konstatovat, že měřítko EVA tyto požadavky splňuje. Existují samozřejmě i jiná moderní měřítka jako CFROI, která si získala v posledních letech velkou oblibu. Využití tohoto měřítka však v případě společnosti MITAS není příliš vhodné, jelikož bylo zjištěno analýzou CF investic, že peněžní toky z investic nejsou konstantní po celou dobu životnosti těchto investic a samotný výpočet ukazatele je poměrně náročný díky vyššímu počtu úprav a nutnosti odhadu budoucích CF investic. Ukazatel MVA nelze u společnosti Mitas použít, jelikož společnost není obchodovatelná na kapitálovém trhu.

7.3 Zavádění konceptu EVA v podniku

Samotné zavádění by v podniku mělo probíhat v několika krocích. Nejprve bude nutné seznámit manažery mateřské společnosti a generálního ředitele společnosti Mitas o záměru zavedení koncepce EVA v podniku a získat jejich stanovisko k její implementaci. V případě odsouhlasení je již možné přistoupit k vypracování projektu zavádění nového konceptu měření podnikové výkonnosti. V projektovém návrhu by měly být časově vymezeny jednotlivé etapy zavádění, úkoly, které je nutné uskutečnit a odpovědné osoby. Je rovněž nezbytné stanovit náklady a přínosy, které zavedení konceptu EVA podniku přinese.

7.3.1 Sestavení projektového týmu

Členy projektového týmu zodpovědného za zavádění by měly být osoby, které koncept EVA ve firmě budou aktivně využívat, tedy pracovníci controllingu a pracovníci finančního oddělení. V čele projektového týmu by měl vedoucí pracovník controllingového oddělení mateřské společnosti, který již disponuje zkušenostmi se zaváděním a využíváním konceptu z mateřské společnosti podniku Mitas.

7.3.2 Časový harmonogram zavádění konceptu EVA

Zahájení projektu implementace je plánováno na září roku 2013. Samotná délka implementace nového konceptu měření výkonnosti je odhadována na 5 měsíců. Samotný koncept EVA by se tedy měl začít aktivně využívat v lednu roku 2014.

7.4 Jednotlivé etapy zavádění konceptu EVA

Zavádění konceptu EVA bude probíhat ve 4 etapách. Nyní následuje jejich stručný popis.

7.4.1 Measurement

V této fázi je nutné navrhnout postupy a způsoby měření tvorby hodnoty. Prvním úkolem projektového týmu je určení modelu, podle kterého bude výpočet EVA probíhat. Osobně se přikláním k využití ekonomického modelu, který díky provedení úprav účetních výkazů dává přesnější výsledky než účetní model, který pracuje s neupravenými účetními daty. Počet úprav by se neměl v následujících 3 let výrazně měnit vzhledem k zachování výpočtovací hodnoty ukazatele. Počet úprav v podniku Mitas nebude příliš velký, je však v každém případě nezbytné provést tyto úpravy:

- aktivovat dlouhodobý hmotný majetek pořízený formou finančního leasingu, náklady spojené s touto formou financování je možné získat z uzavřených leasingových smluv
- vyloučit z rozvahy nedokončený dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek
- aktivovat náklady na reklamu a vzdělávání pracovníků a o odpisy těchto aktivovaných nákladů upravit výsledek hospodaření
- upravit výsledek hospodaření před zdaněním na NOPAT

Zvážil bych i další úpravy jako vyloučení dlouhodobého hmotného majetku, který nesouvisí s operativní činností podniku na základě provedené podrobné analýzy. S vyloučením neoperativního DHM souvisí samozřejmě i úprava výsledku hospodaření o výnosy a náklady, které tento majetek přináší. Vhodné by dle mého názoru bylo zvážit způsob ocenění dlouhodobého finančního majetku, který by měl být oceněn tržními cenami. Důležité do budoucna bude sledovat i položky jako jsou tiché rezervy a goodwill. Další případné úpravy účetních výkazů by dle mého názoru bylo vhodné konzultovat s pracovníkem poradenské společnosti či s manažery mateřské společnosti podniku Mitas, kteří mají již s používáním konceptu EVA určité zkušenosti.

Nezbytným krokem je i vyčíslení NOPAT, který je především nutné v případě podniku Mitas upravit a odpisy aktivovaných položek leasingu a nákladů na reklamu či vzdělávání zaměstnanců a upravit o výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku.

Dále bude nutné si ujasnit postup výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál. Pro stanovení průměrných nákladů na CK je možné využít poměr nákladových úroků place-
ných v daném roce a výše zůstatků bankovních úvěrů v daném roce, jelikož podnik čerpá více bankovních úvěrů. Obtížnější je stanovení nákladů na VK, úkolem projektového týmu je rozhodnout o vhodné metodě. V diplomové práci jsem použil pro jejich výpočet metodu CAPM, zvážil bych však použití stavebnicové metody vzhledem k tomu, že tato metoda lépe zohledňuje podmínky české ekonomiky a bere v potaz nesystematická rizika podniku.

7.4.2 Management

V souvislosti se zavedením měřítka nebude nutné provádět žádné organizační změny ani přijímat nové pracovníky. Stávající pracovníci oddělení controllingu a finančního oddělení mají základní povědomí o ukazateli EVA, i když jej zatím v minulosti nikdy pro hodnocení výkonnosti nevyužívali. Zvyšovat povědomí pracovníků dalších oddělení podniku o konceptu EVA nemá význam. Jejich výkonnost je totiž řízena a sledována pomocí metodiky BSC, která v podniku již několik let funguje. V souvislosti se zavedením nového měřítka je však nutné zvolit za hlavní cíl finanční perspektivy BSC ukazatel EVA. S výhodami nového systému měření by však bylo dle mě vhodné seznámit akcionáře společnosti, kteří jsou silně zainteresována na maximalizaci tržní hodnoty společnosti.

Samotný výpočet měřítka pro celý podnik doporučuji provádět 2x do roka ve stejně dlouhých periodách a to vždy k 30. 6. a 31. 12. daného roku. Odpovědný pracovník bude k výpočtu hodnoty EVA a tvorbě jeho pyramidového rozkladu využívat tabulkový procesor MS Excel, kam budou data potřebná pro výpočty přenesena z informačního systému. V souvislosti se zaváděním měřítka EVA je také nutné upozornit na to, že bude muset být provedena drobná úprava stávajícího informačního systému podniku. Stávající účetní systém bude nutné rozšířit o modul ekonomické přidané hodnoty. Samotná úprava informačního systému bude otázkou několika dnů a pracovníci využívající měřítko EVA budou o samotném používání modulu proškoleni dodavatelem informačního systému, který také nezbytné úpravy systému provede.

Měřítka EVA doporučuji používat také při hodnocení efektivnosti investic. Jde o dynamic-kou metodu, která respektuje faktor rizika a času. Může tedy bez obtíží nahradit metodu čisté současné hodnoty, kterou používá podnik k vyhodnocování investic v současnosti.

7.4.3 Motivation

Pro efektivní fungování konceptu EVA je třeba provést rovněž vhodné úpravy v systému odměňování manažerů i dalších zaměstnanců. V současnosti není odměňování řídicích pracovníků detailně propracováno. Odměňování pracovníků oddělení prodeje je vázáno na objem prodeje v rámci jimi uzavřených kontraktů. Pracovníci ve výrobě jsou odměňováni dle plnění norem a za předložení případných zlepšovacích návrhů. V současnosti podnik netvoří kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, využití systému odměňování navázaného na ukazatel EVA celého podniku tedy není možné. Záporná výše EVA je však dána i nutností využití nákladných výrobních zařízení, jejichž pořizovací ceny nemají pracovníci možnost výrazně ovlivnit. Domnívám se však, že by pomocí bonusového systému EVA šlo odměňovat manažery a všechny pracovníky zodpovědné za uskutečněné investice, jejichž efektivnost lze pomocí ukazatele EVA hodnotit. Investice vytvářející kladnou ekonomickou hodnotu totiž přispívají k růstu ekonomické přidané hodnoty podniku jako celku. Systém odměňování propojený s ekonomickou přidanou hodnotou investic se tudíž jeví dle mého mínění jako výhodnější. Existují tři verze bonusových systémů postavených na ukazateli EVA (verze X, verze XY a moderní verze bonusového systému). Osobně bych se klonil k použití verze X či verze XY. Původní verze bonusového systému – verze X je postavena na absolutní výši dosažené ekonomické přidané hodnoty, od které se odvíjí výše vyplaceného bonusu. Výše bonusu by např. mohla nastavena na 10 % z absolutní hodnoty EVA investice dosažené v daném roce. Konkrétní podobu daného systému zachycuje na ilustrativním příkladu investice následující tabulka.

Tabulka 44 Verze X bonusového systému EVA (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
EVA investice (odhad)	-100	0	2300	2850	2010
10 % * EVA	-10	0	230	285	201
Vyplacený bonus	0	0	230	285	201

Můžeme vidět, že pokud daná investice nevytvoří kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, není odpovědným pracovníkům v daném období vyplacen žádný bonus. Jde zejména o první roky provozu investic, kdy je vynakládán kapitálový výdaj spojený, a vznikají vyso-

ké provozní náklady s danou investicí a investice ještě není schopna vygenerovat kladné příjmy.

Další možností je využití verze XY EVA bonusového systému, který vychází z předpokladu větší efektivity odměňování zaměstnanců na základě ročních přírůstků ukazatele EVA.

$$\text{Bonus} = (x \% \times \text{EVA}) + (y \% \times \Delta \text{EVA})$$

V této verzi je bonus stanoven jako součet absolutní výše EVA a procenta ze změny EVA. V případě společnosti Mitas jsem stanovil $x = 10 \%$ a $y = 14 \%$. Z celkového ročního bonusu bude 40 % vyplaceno pracovníkům a 60 % bude převedeno do bonusové banky. Domnívám se, že jde o mnohem efektivnější způsob odměňování v porovnání s první verzí vzhledem k tomu, že se zaměstnanci při použití tohoto bonusového systému podílejí na tvorbě či poklesu ekonomické přidané hodnoty.

Tabulka 45 Verze XY bonusového systému EVA (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
EVA investice (odhad)	-100	0	2300	2850	2010
Δ EVA	-	100	2300	550	-840
10 % EVA	-	0	230	285	201
14% Δ EVA	-	14	322	77	-117,6
Bonus	-	14	552	362	83,4
Bonusová banka 50 %	-	7	283	464	505,7
Vyplacený bonus 50 %	-	7	276	181	41,7

Využití bonusového systému postaveného na ukazateli EVA v podniku Mitas a.s. však i přes předložené návrhy považuji za značně problematické kvůli výraznému kolísání výsledků hospodaření v jednotlivých obdobích a tím i ukazatele EVA v důsledku změn pořizovacích cen základních surovin, které zaměstnanci mohou jen obtížně ovlivnit.

7.4.4 Mindset

V této fázi je nutné zaměřit se na vzdělávání pracovníků, které umožní efektivní využívání měřítka vybranými pracovníky. Díky částečnému povědomí pracovníků controllingu a finančního oddělení nebude nutné provádět jejich podrobné zaškolování do problematiky s výjimkou školení o využívání příslušného modulu v rámci informačního systému podniku. Dle mého názoru dále postačí přednáška vedená odborníkem z konzultační společnosti o aktuálních trendech v oblasti měření podnikové výkonnosti a případná přednáška manažera z mateřské společnosti podniku Mitas, který má již dané s využíváním měřítka EVA

jisté zkušenosti. Pracovníky ostatních oddělení nebude nutné o konceptu EVA proškolovat, je však vhodné provést aktualizaci cílů a měřítek v nefinančních perspektivách BSC v souvislosti s aplikací koncepce EVA, jelikož cílům zahrnutým v nefinančních perspektivách konkrétní zaměstnanci rozumí a mohou je také ovlivnit.

7.5 Náklady a rizika projektu

Celkové náklady projektu zavedení nového systému měření jsou odhadovány na 18 tisíc Kč. Můžeme tedy říci, že vzhledem k finanční pozici podniku jde o nízkou částku a podmínka nízké nákladovosti zavádění je splněna. Co se týká případných rizik, považuji za největší riziko to, že se pracovníci s měřítkem EVA nesžijí a nepochopí jeho význam pro měření a zvyšování výkonnosti podniku, což je možné eliminovat vhodným zaškolením zaměstnanců.

Tabulka 46 Náklady projektu (Vlastní zpracování)

Školení vybraných zaměstnanců	8 000 Kč
Úpravy informačního systému	5 000 Kč
Odměna pro vedoucího projektového týmu	5 000 Kč
Celkem	18 000 Kč

7.6 Přínosy projektu

Přínosy implementace ukazatele EVA do měření výkonnosti podniku vidím v tom, že lepší pohled na výkonnost podniku nejenom jako celku a díky propojení s BSC umožní hodnotit dopad opatření učiněných v nefinančních perspektivách na hodnotu podniku pro jeho vlastníky při současném růstu hodnoty podniku pro ostatní zájmové skupiny v podniku i mimo něj. Bude pomoci něj možné hodnotit výkonnost jeho domácích dceřiných společností i jeho dceřiných společností v zahraničí, kdy v současnosti používaný ukazatel EBIT není dle mě vhodným měřítkem vzhledem k rozdílným v účetním výkaznictví jednotlivých zemí a rozdílné daňové a odpisové politice. Další přínos vidím v tom, že bude jasné, jakou měrou se podnik Mitas podílí na tvorbě celkové ekonomické přidané hodnoty koncernu, jehož je podnik součástí. Měřítko je snadno interpretovatelné a lze jej využít i při hodnocení efektivnosti investic a oceňování podniku. Velkou předností měřítka je i možnost jeho pyramidového rozkladu a identifikace tzv. generátorů hodnoty. Domnívám se tedy, že měřítko může výrazně zvýšit efektivitu rozhodování pracovníků, kteří s ním budou pracovat.

ZÁVĚR

Tato diplomová práce se věnuje problematice měření výkonnosti podniku Mitas, a.s. pomocí tradičních a moderních metod a zavádění moderního ukazatele EVA do stávajícího systému měření podnikové výkonnosti. Podnik v současnosti používá především tradiční metody k měření finanční výkonnosti, avšak k prosazování své strategie do života využívá moderní koncept Balance scorecard. Od zavedení měřítka EVA tedy především očekává jasné informace o tom, jak se jím prováděná opatření v nefinančních perspektivách Balance Scorecardu promítly do růstu hodnoty podniku jako celku. Současně by také mělo vedení podniku po zavedení EVA získat lepší přehled o tom, zda k tvorbě hodnoty podniku Mitas, a.s. přispívají i jeho četné domácí a zahraniční dceřiné společnosti. Výhody zavedení EVA v podniku plynou i pro manažery koncernu Česká gumárenská společnost, jehož je podnik součástí. Získají totiž přehled o tom, jakou měrou se podnik podílí na tvorbě hodnoty koncernu. Velký přínos bude dle mě znamenat zavedení měřítka EVA i pro oblast investic podniku, kdy budou přijímány jen takové investiční projekty, které vedou k růstu přidané hodnoty podniku. Přínos pro samotné zaměstnance podniku Mitas, a.s., kteří budou měřítko využívat, vidím v jednoduché interpretaci ukazatele EVA a možnosti hlouběji proniknout do podstaty faktorů, které zvyšují či snižují hodnotu podniku. Pro implementaci nového měřítka mluví i nízké náklady, které v souvislosti s ní vznikají. Věřím, že při pečlivé implementaci přispěje nové měřítko ke zlepšení výkonnosti podniku v současnosti i v budoucnosti.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografické zdroje:

- BLOXHAM, Eleanor, 2003. Economic value management: applications and techniques. HOBOKEN, NEW JERSEY: John Wiley & Sons. 342 s. ISBN 0471354260.
- HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. Finanční analýza firmy. Praha: ASPI. 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.
- HRDÝ, Milan a Michaela HOROVÁ, 2009. Finance podniku. Praha: Wolters Kluwer. 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5.
- KAPLAN, Robert a David NORTON, 2007. Balance scorecard: strategický systém měření výkonnosti podniku. Praha: Management Press. 267 s. ISBN 978-80-7261-177-5.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2005. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: Linde. 302 s. ISBN 8086131637.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. Praha: Grada Publishing. 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- MARINIČ, Pavel. Plánování a tvorba hodnoty firmy, 2008. Praha: Grada. 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI : přepracované a rozšířené vydání. Vyd. 2. Praha: Ekopress. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- MAŘÍK, Miloš, 2011. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK, 2004. Měření výkonnosti firem. Plzeň: Západočeská univerzita. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.
- VALACH, Josef, 1999. Finanční řízení podniku. Vyd. 2. Praha: Ekopress. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- WAGNER, Jaroslav, 2009. Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. 1. vyd. Praha: Grada. 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Internetové zdroje:

O nás: Historie. Mitas-tyres.com [online]. © 2008- [cit. 2013-08-09]. Dostupné z:
<http://www.mitastyres.com/index.php?stranka=2&rid=1613&tit=1&cid=4&article=mitas-a-s->

Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2011. Businessinfo.cz [online]. 1. 11. 2012 [cit. 2013-08-08]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu-2011-24728.html>

Updated Data. Damodaran online [online]. © 1999-2013 [cit. 2013-08-08]. Dostupné z:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Výnosy státních dluhopisů. Česká národní banka [online]. © 2003-2009 [cit. 2013-08-08].
Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestu_id=450&p_strid=EBA&p_lang=CS

Další zdroje:

Interní materiály společnosti Mitas, a.s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva.
BSC	Vyvážené skóre.
CF	Cash flow.
CFROI	Provozní návratnost investice.
CK	Cizí kapitál.
CROGA	Cash flow rentabilita provozních aktiv.
DSCF	Diskontované cash flow.
ČPK	Čistý provozní kapitál.
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek.
DM	Dlouhodobý majetek.
EAT	Zisk po zdanění.
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním.
EBIT	Zisk před zdaněním.
EPS	Zisk na akcii.
HV	Hospodářský výsledek.
i	úroková míra.
MVA	Tržní přidaná hodnota.
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál.
NOA	Čistá operativní aktiva.
NOPAT	Čistý operativní zisk.
NPV	Čistá současná hodnota.
r_e	Náklady na vlastní kapitál.
ROA	Rentabilita aktiv.

ROCE	Rentabilita úplatného kapitálu.
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu.
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu.
RONA	Rentabilita čistých operativních aktiv.
ROS	Rentabilita tržeb.
TSR	Total Shareholder Return.
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál.

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1 Logo společnosti (Zdroj: Internetové stránky společnosti Mitas).....</i>	<i>41</i>
<i>Obrázek 2 Vývoj EAT a EBIT podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování).....</i>	<i>48</i>
<i>Obrázek 3 Dělení EBIT (Vlastní zpracování).....</i>	<i>49</i>
<i>Obrázek 4 Vývoj celkové zadluženosti podniku (Vlastní zpracování).....</i>	<i>51</i>
<i>Obrázek 5 Vývoj ukazatelů likvidity (Vlastní zpracování).....</i>	<i>52</i>
<i>Obrázek 6 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku ve dnech (Vlastní zpracování).....</i>	<i>53</i>
<i>Obrázek 7 Vývoj ukazatelů rentability podniku (Vlastní zpracování).....</i>	<i>54</i>
<i>Obrázek 8 Porovnání finančních ukazatelů podniku Mitas s podnikem Barum Continental v roce 2012 (Vlastní zpracování).....</i>	<i>57</i>
<i>Obrázek 9 Vývoj EVA (v tis. Kč), RONA a WACC (v %) společnosti (Vlastní zpracování).....</i>	<i>68</i>

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1 Historický vývoj ukazatelů výkonnosti (Šulák a Vacík, 2005)</i>	14
<i>Tabulka 2 Vývoj počtu zaměstnanců podniku (Vlastní zpracování)</i>	41
<i>Tabulka 3 SWOT analýza společnosti (Vlastní zpracování)</i>	42
<i>Tabulka 4 Vývoj tržeb v odvětví v letech 2007-2011 (Vlastní zpracování dle údajů Ministerstva průmyslu a obchodu)</i>	42
<i>Tabulka 5 Vertikální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)</i>	43
<i>Tabulka 6 Horizontální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)</i>	44
<i>Tabulka 7 Vertikální analýza finanční struktury podniku (Vlastní zpracování)</i>	44
<i>Tabulka 8 Horizontální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tabulka 9 Vertikální analýza výnosů podniku (Vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tabulka 10 Horizontální analýza výnosů podniku (Vlastní zpracování)</i>	46
<i>Tabulka 11 Vertikální analýza nákladů podniku (Vlastní zpracování)</i>	47
<i>Tabulka 12 Horizontální analýza nákladů podniku (Vlastní zpracování)</i>	47
<i>Tabulka 13 Vývoj peněžních toků podniku (Vlastní zpracování)</i>	49
<i>Tabulka 14 Vývoj čistého pracovního kapitálu podniku (Vlastní zpracování)</i>	50
<i>Tabulka 15 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku (Vlastní zpracování)</i>	50
<i>Tabulka 16 Ukazatele likvidity podniku (Vlastní zpracování)</i>	51
<i>Tabulka 17 Ukazatele aktivity podniku (Vlastní zpracování)</i>	52
<i>Tabulka 18 Ukazatele rentability podniku (Vlastní zpracování)</i>	53
<i>Tabulka 19 Multiplikátor vlastního kapitálu (Vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tabulka 20 Další poměrové ukazatele podniku (Vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tabulka 21 Výpočet Altmanova Z-skóre podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování)</i>	55
<i>Tabulka 22 Výpočet indexu IN05 podniku v letech 2009-2012 (Vlastní zpracování)</i>	55
<i>Tabulka 23 Porovnání finančních ukazatelů podniku Mitas s podnikem Barum Continental v roce 2012 (Vlastní zpracování)</i>	56
<i>Tabulka 24 Současná hodnota leasingových splátek (Vlastní zpracování)</i>	60
<i>Tabulka 25 Aktivace nákladů na vzdělávání zaměstnanců (Vlastní zpracování)</i>	61
<i>Tabulka 26 Aktivace nákladů na reklamu (Vlastní zpracování)</i>	61
<i>Tabulka 27 Nedokončený DNM a DHM podniku (Vlastní zpracování)</i>	62
<i>Tabulka 28 Neúročený cizí kapitál podniku (Vlastní zpracování)</i>	62

<i>Tabulka 29 Přehled všech změn převodu aktiv na čistá operativní aktiva (Vlastní zpracování)</i>	62
<i>Tabulka 30 Vymezení NOA v jednotlivých letech - aktivní část rozvahy (Vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tabulka 31 Vývoj nákladových úroků (Vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tabulka 32 Vývoj VH z prodeje DM (Vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tabulka 33 Přehled všech změn při úpravách VH z běžné činnosti podniku (Vlastní zpracování)</i>	64
<i>Tabulka 34 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech (Vlastní zpracování)</i>	64
<i>Tabulka 35 Upravená pasivní části rozvahy (Vlastní zpracování)</i>	65
<i>Tabulka 36 Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa (Vlastní zpracování)</i>	65
<i>Tabulka 37 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa (Vlastní zpracování)</i>	66
<i>Tabulka 38 Náklady na bankovní úvěr (Vlastní zpracování)</i>	66
<i>Tabulka 39 Odhadnutá úroková sazba leasingu (Vlastní zpracování)</i>	66
<i>Tabulka 40 Průměrné náklady dluhu (Vlastní kapitál)</i>	66
<i>Tabulka 41 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM (Vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tabulka 42 Výpočet WACC (Vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tabulka 43 Výpočet EVA dle ekonomického modelu (Vlastní zpracování)</i>	68
<i>Tabulka 44 Verze X bonusového systému EVA (Vlastní zpracování)</i>	76
<i>Tabulka 45 Verze XY bonusového systému EVA (Vlastní zpracování)</i>	77
<i>Tabulka 46 Náklady projektu (Vlastní zpracování)</i>	78

SEZNAM PŘÍLOH

P I Zjednodušená rozvaha podniku Mitas, a.s.

P II Zjednodušený výkaz zisku a ztráty podniku Mitas, a.s.

PŘÍLOHA P I: ZJEDNODUŠENÁ ROZVAHA PODNIKU MITAS A.S.

v tis. Kč	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	5 655 561	5 870 908	6 482 096	6 524 151
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>2 666 697</i>	<i>2 666 493</i>	<i>2 735 825</i>	<i>2 715 200</i>
Dlouh. hmotný majetek	2 399 760	2 214 371	2 033 764	2 018 012
Dlouh. nehmotný majetek	88 451	7 331	12 298	9 274
<i>Dlouh. finanční majetek</i>	<i>178 486</i>	<i>447 791</i>	<i>689 763</i>	<i>687 914</i>
Podíly v řízených a ovládaných osobách	177 696	445 883	506 589	509 262
Oběžná aktiva	2 922 980	3 182 409	3 733 661	3 775 987
Zásoby	803 180	785 061	929 580	973 261
Krátkodobé pohledávky	2 109 888	2 384 077	2 788 900	2 728 656
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobý fin. majetek	9 912	13 271	15 181	74 070
Pasiva celkem	5 655 561	5 870 908	6 482 096	6 524 151
<i>Vlastní kapitál</i>	<i>2 643 838</i>	<i>2 792 620</i>	<i>2 567 190</i>	<i>2 692 268</i>
Základní kapitál	1 460 384	1 460 384	1 460 384	1 460 384
Kapitálové fondy	12 543	77 719	-168 979	- 75 726
Rezervní a ostatní fondy	292 077	292 077	292 077	292 077
VH minulých let	714 503	879 331	806 954	988 158
VH běžného období	164 331	83 109	181 553	27 375
<i>Cizí zdroje</i>	<i>2 982 946</i>	<i>3 047 121</i>	<i>3 879 913</i>	<i>3 738 275</i>
Rezervy	14 696	11 000	17 200	27 207
Dlouhodobé závazky	115 285	108 004	101 848	116 392
Krátkodobé závazky	1 119 270	1 636 737	2 056 865	2 035 051
Bank. úvěry krátkodobé	1 508 695	1 291 380	1 704 000	1 559 625
Bank. úvěry dlouhodobé	225 000	0	0	0

**PŘÍLOHA P II: ZJEDNODUŠENÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
PODNIKU MITAS, A.S.**

	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	266 424	573 056	872 105	63 436
Náklady vynaložené na prodej	252 090	542 071	770 494	53 489
Obchodní marže	14 334	30 985	101 611	9 947
Výkony	5 404 024	6 800 888	9 023 923	855 056
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 492 061	6 766 686	8 919 883	798 895
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-98 283	19 761	97 171	54 905
Aktivace	10 246	14 441	16 869	1 256
Výkonová spotřeba	3 714 725	5 172 498	7 404 110	643 135
Přidaná hodnota	1 703 633	1 659 375	1 731 424	221 868
Osobní náklady	852 605	942 284	1 088 109	83 443
Daně a poplatky	5 184	7 454	7 675	314
Odpisy	472 573	427 583	310 210	23 376
Tržby z prodeje DM a materiálu	509 234	798 351	729 091	65 100
Tržby z prodeje DM	46 887	15 607	4 574	67
Tržby z prodeje materiálu				65 033
ZC prodaného DM a materiálu	494 139	790 806	722 860	70 651
Prodaný materiál	779 511	447 935	719 145	70 651
Změna stavu rezerv, OP,...	-6 319	-1 203	2 773	12 577
Ostatní provozní výnosy	47 664	37 239	43 913	4 895
Ostatní provozní náklady	47 812	38 454	83 359	4 774
Provozní výsledek hospodaření	394 537	289 587	289 422	96 728
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	11 004	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	16 781	12 738	0
Výnosové úroky	30 071	19 068	10 679	875
Nákladové úroky	84 097	68 428	60 269	4 776
Ostatní finanční výnosy	141 083	303 595	60 269	1 327
Ostatní finanční náklady	316 805	303 595	321 622	52 269
Finanční VH	-229 748	-205 182	-99 596	-54 923
Daň z příjmu z běžné činnosti	458	1 296	8 293	14 430
VH za běžnou činnost	164 331	83 109	181 553	27 375
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0
VH za mimořádnou činnost	0	0	0	0
VH za účetní období	164 331	83 109	181 553	27 375