

Projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s. pomocí vybraných ukazatelů

Bc. Hana Sochorová

Diplomová práce
2015

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Hana Sochorová**
Osobní číslo: **M13334**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s. pomocí vybraných ukazatelů**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše popište jednotlivé metody a způsoby měření výkonnosti společnosti.

II. Praktická část

- Charakterizujte společnost XY a.s. a analyzujte podmínky jejího hospodaření.
- Zhodnoťte výkonnost společnosti XY a.s. s využitím klasických a moderních měřítek.
- Na základě předchozích analýz vypracujte projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s. s využitím moderních měřítek.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

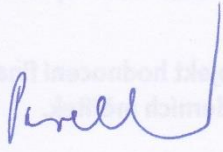
- BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN.** Principles of corporate finance. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, c2014, 1 sv., 889 s. ISBN 978-0-07-803476-3.
- MARINIČ, Pavel.** Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ.** 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.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ.** Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- YOUNG, S. a Stephen F. O'BYRNE.** EVA and value-based management: a practical guide to implementation. New York: McGraw-Hill, 2001, 493 s. ISBN 0071364390.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
Ústav financí a účetnictví


Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

Prohlašuji, že

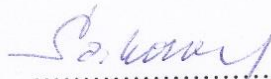
- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byla jsem seznámena s tím, že na moji 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. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

- že jsem na diplomové práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
- že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

22. 4. 2015


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá zhodnocením finanční výkonnosti společnosti pomocí klasických a moderních ukazatelů a dále návrhem implementace nového systému měření finanční výkonnosti. Diplomová práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. Teoretická část se zabývá kritickou literární rešerší jednotlivých přístupů a metod hodnocení finanční výkonnosti. Druhá část práce je věnována praktické oblasti, která se zabývá samotným výpočtem jednotlivých vybraných ukazatelů hodnocení finanční výkonnosti s důrazem na moderní ukazatele a jejich následnou implementací do společnosti XY a.s.

Klíčová slova: finanční výkonnost, hodnota, klasické a moderní ukazatele, vážené průměrné náklady na kapitál, ekonomická přidaná hodnota, CFROI

ABSTRACT

This thesis deals with financial performance evaluation of the company using traditional and modern indicators, also implement a new system for financial performance evaluation. The thesis is divided into two parts, theoretical and practical part. The theoretical part deals with the critical research of approaches and methods for evaluating financial performance. The second part is devoted to practical areas, which deals with the actual calculation selected indicators for evaluating financial performance with an emphasis on modern indicators, then is designed a new system for measuring financial performance of join-stock company XY.

Keywords: Financial Performance, Value, Traditional and Modern Indicators, Weighted Average Cost of Capital, Economic Value Added, CFROI

Děkuji vedoucí mé diplomové práce, paní Ing. Evě Kramné, Ph.D. za konzultace a cenné rady při zpracování. Dále bych vyjádřila poděkování zaměstnancům společnosti XY a.s. za poskytnutí informací pro zpracování diplomové práce a ochotu spolupracovat.

OBSAH

ÚVOD.....	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	11
TEORETICKÁ ČÁST.....	12
1 VÝKONNOST PODNIKU.....	13
1.1 SHAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE	13
1.2 RŮST HODNOTY JAKO ZÁKLADNÍ CÍL PODNIKÁNÍ	14
1.3 UKAZATELE VÝKONNOSTI A JEJICH VÝVOJ.....	15
2 KLASICKÉ UKAZATELE JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI.....	16
2.1 UKAZATELE ZISKU	16
2.2 UKAZATELE CASH FLOW	17
2.3 UKAZATELE RENTABILITY	18
2.4 FINANČNÍ ANALÝZA	19
2.4.1 Zdroje informací pro finanční analýzu.....	19
2.4.2 Uživatelé finanční analýzy.....	20
2.4.3 Ukazatelé finanční analýzy	20
2.5 KRITIKA KLASICKÝCH UKAZATELŮ VÝKONNOSTI	22
3 MODERNÍ MĚŘÍTKA JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	24
3.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW – DCF (DISCOUNTED CASH FLOW)	24
3.1.1 Čistá současná hodnota – NPV (Net Present Value)	24
3.1.2 Vnitřní výnosové procento – IRR (Internal Rate of Return).....	25
3.2 TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA – MVA (MARKET VALUE ADDED)	25
3.3 EXCESS RETURN	25
3.4 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – EVA (ECONOMIC VALUE ADDED).....	26
3.4.1 Vymezení NOA.....	27
3.4.2 Vymezení NOPAT	28
3.4.3 Určení nákladů na kapitál.....	29
3.4.4 Rozbor ukazatele EVA.....	30
3.4.5 Zhodnocení ukazatele EVA	31
3.5 PŘIDANÁ HODNOTA PRO AKCIONÁŘE – SVA (SHAREHOLDER VALUE ADDED).....	32
3.6 PROVOZNÍ NÁVRATNOST INVESTICE – CFROI (CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT).....	32
3.6.1 Výpočet CFROI	33
3.6.2 Zhodnocení CFROI.....	34

3.7	PENĚŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA – CVA (CASH VALUE ADDED)	35
3.8	RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV – CROGA (CASH RETURN ON GROSS ASSETS)	35
3.9	RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV – RONA (RETURN ON NET ASSETS).....	35
3.10	BALANCED SCORECARD – BSC	36
3.11	KRITIKA MODERNÍCH MĚŘÍTEK	38
PRAKTICKÁ ČÁST		39
4	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY A.S. A PODMÍNEK JEJÍHO HOSPODAŘENÍ.....	40
4.1	VÝVOJ POČTU ZAMĚSTNANCŮ.....	41
4.2	ANALÝZA VNITŘNÍCH A VNĚJŠÍCH PODMÍNEK	41
4.2.1	Zpracovatelský průmysl	41
4.2.2	CZ-NACE 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení	42
4.2.3	SWOT analýza	43
4.2.4	Porterův model pěti sil	44
5	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S. POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ.....	46
5.1	UKAZATELE ZISKU	46
5.2	UKAZATELE CASH FLOW	47
5.3	FINANČNÍ ANALÝZA	48
5.3.1	Absolutní ukazatele	48
5.3.2	Rozdílové ukazatele	51
5.3.3	Poměrové ukazatele	52
5.3.4	Analýza soustav ukazatelů	57
5.3.5	Souhrnné ukazatele – bankrotní a bonitní modely	58
5.3.6	Spider analýza	59
5.3.7	Ekonomická přidaná hodnota – účetní model.....	60
6	PROJEKT HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S. POMOCÍ MODERNÍCH MĚŘÍTEK	63
6.1	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI DLE UKAZATELE EVA	63
6.1.1	Vymezení NOA.....	63
6.1.2	Vymezení NOPAT	68
6.1.3	Stanovení WACC.....	69
6.1.4	Výpočet EVA	74
6.1.5	Výpočet relativní ekonomické přidané hodnoty	74
6.2	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI DLE UKAZATELE RONA	75
6.3	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI DLE UKAZATELE CFROI.....	75
6.3.1	Výpočet životnosti aktiv	76
6.3.2	Výpočet brutto investiční báze.....	76
6.3.3	Výpočet brutto cash flow	79
6.3.4	Výpočet CFROI	79

6.4	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI DLE UKAZATELE CROGA	80
6.5	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI DLE UKAZATELE CVA	82
6.6	VYMEZENÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	82
6.6.1	Pyramidový rozklad EVA	82
6.6.2	Citlivostní analýza ukazatele EVA	83
6.6.3	Pyramidový rozklad ukazatele CFROI	85
6.6.4	Citlivostní analýza ukazatele CFROI.....	85
7	SROVNÁNÍ KLASICKÝCH A MODERNÍCH UKAZATEŮ HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S.....	87
8	NÁVRH IMPLEMENTACE MODERNÍCH MĚŘÍTEK PRO HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S.....	90
8.1	POŽADAVKY NA NOVÝ SYSTÉM HODNOCENÍ	90
8.2	NÁVRH KONKRÉTNÍHO SYSTÉMU	90
8.3	ZAVEDENÍ NOVÉHO PROJEKTU	92
8.3.1	Rozhodnutí o přijetí a vytvoření řídicí skupiny	92
8.3.2	Analýza připravenosti na změnu	93
8.3.3	Strategické zavedení EVA	93
8.3.4	Časový plán implementace	99
8.4	ZHODNOCENÍ PROJEKTU	100
	ZÁVĚR	102
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	104
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	108
	SEZNAM OBRÁZKŮ	111
	SEZNAM TABULEK.....	112
	SEZNAM PŘÍLOH.....	114

ÚVOD

V současné době patří hodnocení finanční výkonnosti společnosti k aktuálním tématům v podnikovém řízení. Zvyšující se konkurence napříč trhem nutí společnosti maximálně se přizpůsobit požadavkům zákazníků. Na druhou stranu je zde tlak na zvyšování výkonů a ziskovosti. Jestliže chce společnost obstát v takovém prostředí, je nutné, aby se zabývala měřením své finanční výkonnosti. Všeobecně nelze jednoznačně určit postup, který by byl správný. Důležité je, aby se daná společnost alespoň nějakým způsobem zabývala měřením své finanční výkonnosti.

Zvolit správný koncept není jednoduché. Vhodné je, aby byla zvolena taková měřítka, která pomohou pracovníkům společnosti hodnotit výsledky z hlediska minulosti, ale současně tyto výsledky poslouží pro budoucí rozhodování. Odborná literatura dnes klasická finanční měřítka odkládá na vedlejší kolej a pobízí k využívání nových metod a konceptů, které jsou dnes v zahraničí více používané než v podnikatelském prostředí České republiky. Důvodem je, že tradiční způsoby naráží na problémy s vypovídací schopností údajů, jelikož vychází z účetních dat, nezohledňují časovou hodnotu peněz, riziko nebo inflaci.

Nové metody, někdy označované jako moderní měřítka hodnocení finanční výkonnosti, se zaměřují na tvorbu hodnoty. V souvislosti s tímto novým přístupem se setkáváme často s označením Value Based Management. Pro samotné vlastníky společnosti je jistě přínosné vědět, jaká konkrétní hodnota pro ně byla vytvořena a jak roste, či klesá z hlediska času. Přestože finanční analýza poskytuje bezpochyby stále dostatek důležitých informací pro finanční řízení, vytvořenou hodnotu v absolutním vyjádření prostřednictvím ní zjistit nelze.

Záleží vždy na konkrétní společnosti, zda je ochotna přistoupit na něco nového. Další otázkou je, která skupina měřítek nebo konkrétní koncept je nejvhodnější. Není jistě správné snažit se dosáhnout co nejlepších výsledků v rámci všech nových postupů měření podnikové výkonnosti, protože všechny nové přístupy se liší svou skladbou. Jako vhodnější se jeví zvolit jeden model, sladit ho s podnikovými cíli a sledovat jeho dílčí části. Systém hodnocení finanční výkonnosti by měl propojovat jednotlivé podnikové činnosti, aby bylo možné zjistit, které z nich nejvíce přispívá k tvorbě hodnoty.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem diplomové práce je zhodnotit finanční výkonnost konkrétní společnosti XY a.s. v letech 2009 až 2013 a návrh systému jejího měření a hodnocení. Nejprve je na problematiku nahlíženo z teoretického hlediska, to znamená, že je provedena literární rešerše z odborné literatury věnující se této aktuální oblasti podnikového řízení. V rámci této části jsou definovány jednotlivé přístupy a způsoby měření finanční výkonnosti společnosti a to zejména nové moderní přístupy.

V praktické části diplomové práce jsou poznatky zjištěné z odborné literatury využity pro hodnocení finančního zdraví společnosti XY a.s. V analytické části je nejprve charakterizována společnost XY a.s. pomocí SWOT analýzy a Porterova modelu. Dále je rovněž představeno odvětví, ve kterém společnost působí. Analyzovány jsou jak vnitřní podmínky, tak i vnější podmínky hospodaření související s odvětvím. Samotné hodnocení výkonnosti společnosti je nejprve provedeno prostřednictvím klasických ukazatelů, jejichž výpočet je založen výhradně na účetních datech z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash flow. Tyto data vycházející z výkazů společnosti nejsou nikterak upravována. Aby bylo možné z dosažených výsledků finanční analýzy usuzovat nějaké závěry, jsou srovnány s příslušným odvětvím, jehož výsledky zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

Větší část diplomové práce se soustředí na využití vybraných moderních přístupů hodnocení finanční výkonnosti a následné implementace konkrétních měřítek do řízení společnosti. Tyto moderní přístupy již nevycházejí z účetních dat, nýbrž z ekonomických. Ekonomická data se získávají jednak úpravou již zmiňovaných účetních výkazů a dále do výpočtu vstupují další údaje, jako je bezriziková úroková míra, koeficient β , index spotřebitelských cen, inflace atd. Tyto potřebné údaje jsou zjišťovány z důvěryhodných internetových stránek (Česká národní banka, Ministerstvo průmyslu a obchodu, Damodaran). Po výpočtu vybraných moderních ukazatelů jsou výsledné hodnoty některých z nich podrobeny pyramidovému rozkladu a citlivostní analýze. Na základě toho jsou vyhodnoceny generátory hodnoty, a dále srovnány a zhodnoceny dosažené výsledky.

Projektová část je zakončena samotným návrhem vhodného systému měření a hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s., který definuje jednotlivé aktivity implementace s přihlédnutím k přínosům a rizikům projektu.

TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝKONNOST PODNIKU

Podle Dluhošové (288, s. 14-15) lze neustálé zvyšování výkonnosti firem obecně považovat jako jeden z hlavních cílů finančního řízení. V systému hodnocení úspěšnosti podniků se stávají klíčovými pojmy výkonnost podniku, měření výkonnosti a řízení hodnoty podniku. Podnikové prostředí je ovlivňováno globalizačními trendy, vzájemnou konkurencí, otvíráním nových trhů, fúze a akvizicemi.

Wagner (2009, s. 19) poukazuje dále na to, že měření výkonnosti podniku není pouze nástrojem umožňujícím popsat podnikovou výkonnost, ale současně představuje nástroj, jehož vhodným, či špatným využitím lze pozitivně, či negativně působit na chování těch osob, které mohou průběh zkoumané činnosti ovlivnit.

1.1 Shareholder value a stakeholder value

Podle Neumaierové a Neumaiera (2002, s. 22) jsou společnosti svázány množstvím zájmů, jejichž nositelé jsou označováni stakeholders (zainteresované strany) a shareholders (akcionáři). Jde o to, či zájmy postavit při řízení společnosti na první místo.

Přístupy a způsoby měření a hodnocení podnikových aktivit prošly během let výrazným vývojem, došlo k odklonu od tradičních ukazatelů směrem k preferenci tržní hodnoty podniku. Tento způsob finančního řízení je založen na vytváření hodnoty pro vlastníka – shareholder value. (Dluhošová, 2008, s. 15)

Pavelková a Knápková (2012, s. 14) jako důvod tohoto tvrzení uvádějí, že právě vlastníci vložili do podnikání svou myšlenku a peníze a nesou i největší riziko samotného podnikání. Jestliže dojde ke splnění jejich očekávání v návratnosti vložených prostředků s přihlédnutím k podstoupenému riziku, které nesou, zůstanou a budou pokračovat v podnikání. Aby se jim v podnikání dařilo, je nutné snažit se o uspokojení všech, kdo jsou s podnikem spjati (stakeholder value). Způsob uspokojení pro jednotlivé stakeholdery je odlišný, ovšem každý stakeholder posuzuje zhodnocení své investice.

Dluhošová (2008, s. 15) vnímá koncepci shareholder value ve dvou dimenzích, jednak jako měřítko výkonu a dále jako nejvyšší podnikový cíl. Z prvního pohledu jde o maximalizaci bohatství akcionářů, kteří přirozeně požadují, aby zisk podniku byl vyšší než výnos, který by při totožném riziku mohli podstoupit jinde. Pokud by tomu tak nebylo, vložený kapitál by nebyl dostatečně zhodnocen a ohrozilo by to budoucnost firmy. Z druhého pohledu na shareholder value, tedy jako podnikový cíl, jsou podniky vnímány jako nástroje pro dosažení

zájmů akcionářů. Do středu zájmu se dostává maximalizace užitku akcionářů prostřednictvím maximalizace majetku akcionářů. Proti tomuto přístupu stojí stakeholder přístup, kde kromě zájmů akcionářů jsou zahrnuty do cíle podniku současně i zájmy zúčastněných stran (např. zájmy věřitelů, zaměstnanců, investorů, spolupracovníků).

1.2 Růst hodnoty jako základní cíl podnikání

Brealey, Myers a Allen (2014, s. 8) tvrdí, že maximalizace hodnoty pro akcionáře je široce podporovaným cílem jak v teorii, tak v praxi.

I podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 14-15) je dnes stále aktuálnější ztotožnění úspěchu s tvorbou hodnoty a přístup k řízení sleduje růst hodnoty jako základní cíl podnikání. Hodnota vyžaduje k měření kompletní informace a jeví se jako výhodné měřítko výkonnosti v porovnání s řízením zisku. Pro dosažení maximalizace hodnoty je důležité, aby byl podnik v trvalé finanční rovnováze, a současně musí dosahovat dostatečně vysokého hospodářského výsledku. Aby podnik maximalizoval svou hodnotu, mělo by vedení podniku usilovat o co největší přínos pro vlastníky v podobě podílů na zisku a také formou výnosů plynoucích z růstu cen vlastnických podílů.

Kocmanová a Hřebíček (2013, s. 58) také poukazují na to, že peníze (prostředky) představují vlastnictví, zatímco výkonnost vyjadřuje schopnost toto vlastnictví rozšiřovat. Autoři se shodují i v tom, že v poslední době se klade více důraz na posouzení situace, zda je podnik schopen zvyšovat svou hodnotu a poskytnout tak odpovídající výnos z investice věřitelů. Za jeden ze základních cílů většiny podniků považují maximalizaci a zvyšování tržní hodnoty v delším časovém úseku, kterou je zapotřebí analyzovat a hodnotit.

Marinič (2008, s. 32) dodává, že u některých podniků se objevuje nutnost na hodnotově orientované řízení z důvodu otevírání se firmem vnějšimu prostředí. S tím souvisí změna orientace řízení podniků v důsledku konkurenčního boje o získání kapitálu na globálním kapitálovém trhu a umístování akcií na světových burzách. Podniky k tomu nutí investoři a vlastníci vyžadující zúročení vlastního kapitálu podle světových měřítek. Analytici a investoři požadují ze strany firem výkonnost srovnatelnou s konkurencí.

1.3 Ukazatele výkonnosti a jejich vývoj

Pavelková a Knápková (2012, s. 17) rozdělují ukazatele finanční výkonnosti na klasické a moderní. Klasické ukazatele vycházejí nejčastěji z maximalizace zisku, jsou obvykle založeny na údajích z účetních výkazů. Moderní ukazatele měření výkonnosti jsou více komplexní, snaží se propojit všechny činnosti podniku a lidí účastnících se podnikového procesu. Podle autorek je důležité konat tak, aby byla zvýšena hodnota vložených prostředků vlastníky podniku. V moderních ukazatelích je implementována kategorie ekonomického zisku, který v sobě nese i tzv. alternativní náklady kapitálu, představující výnos z obětované, nevyužité investiční příležitosti vlastníka podniku.

Dluhošová (2008, s. 15-20) přístupy k měření výkonnosti podniku dělí na tři části. Účetní ukazatele, používající se od poloviny 80. let 20. století, jsou založeny na účetní definici zisku, která jen zřídka dokáže vyjádřit schopnost podniku generovat hotovostní toky. Tyto ukazatele se ztotožňují s označením klasické (tradiční). Druhou skupinou jsou podle Dluhošové tzv. ekonomické ukazatele, které vznikly z důvodu poznatku, že vývoj rentability vždy nemusí plně korelovat s tvorbou hodnoty pro vlastníky. K určení hodnoty je nutné porovnávat výnosy s náklady na kapitál a do výpočtu je promítnut faktor rizika a času. Třetí skupinou jsou tržní ukazatele výkonnosti, kdy je hodnocena výkonnost podniku z pohledu trhu.

Kocmanová a Hřebíček (2013, s. 59) podotýkají, že použití klasických nebo moderních finančních ukazatelů podnikové výkonnosti, nemá dostačující vypovídací hodnotu pro hodnocení celkové výkonnosti podniku. Zmíněné ukazatele se soustředí pouze na finanční a ekonomickou výkonnost, což podle autorů nevede k dlouhodobému úspěchu organizace a udržitelnosti.

Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku. (Pavelková a Knápková, 2012, str. 13)

1. generace	2. generace	3. generace	4. generace
„Zisková marže“	„Růst zisku“	„Výnosnost kapitálu“	„Tvorba hodnoty pro vlastníky“
Zisk/Tržby	Maximalizace zisku	Zisk/Investovaný kapitál	EVA, CFROI, ...

2 KLASICKÉ UKAZATELE JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI

Pavelková a Knápková (2012, s. 20) řadí mezi tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku především absolutní hodnoty zisku, cash flow a ukazatele rentability.

2.1 Ukazatele zisku

Ukazatele zisku jsou často používanými měřítky a lze je vyjádřit více způsoby. Zisk je vyjádřen porovnáním účetních výnosů a nákladů, často je zkrácen množstvím faktorů a mnohdy nevyovídá o tom, zda daný podnik skutečně vydělal a zda byla vytvořena hodnota pro majitele.

Čistý zisk – EAT (Earnings After Taxes)

EAT je označení pro zisk po zdanění, který je určen k rozdělení a odpovídá výsledku hospodaření za účetní období. Jeho hodnota je důležitá pro vlastníky podniku. Nevýhodou je, že nelze porovnávat hodnoty EAT s podniky ze zahraničí.

Zisk před zdaněním – EBT (Earnings Before Taxes)

Jedná se o výsledek hospodaření za účetní období, ke kterému se připočte daň z příjmu za běžnou a případně mimořádnou činnost. Jelikož je vliv daně eliminován, lze hodnoty EBT porovnávat s hodnotou EBT zahraničních podniků.

Zisk před úroky a zdaněním – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)

EBIT se vypočítá součtem EBT a nákladových úroků. Není ovlivněn daněmi ani výběrem zdrojů financování.

Zisk před úroky, zdaněním a odpisy – EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and amortization)

EBITDA vyjadřuje zisk před zdaněním, úroky, odpisy a amortizací. Často se tento ukazatel využívá u podniků, u nichž dosahují odpisy vysokých částek. Pavelková a Knápková (2012, s. 20) podotýkají, že EBITDA využívají americké podniky, protože podle amerického účetnictví se rozlišují dva druhy odpisů (depreciation se vztahuje k dlouhodobému hmotnému majetku, amortization se vztahuje k dlouhodobému nehmotnému majetku). Výhoda tkví v možnosti srovnání výkonnosti podniků nezávisle na stanové odpisové politice.

Pokud by se v českých podmínkách považovala amortizace a odpisy jako totožná veličina, vypočítá se EBITDA jako součet EBIT a hodnoty odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. Synek, Kopkáně a Kubálková (2009, s. 213) dodávají, že EBITDA je vhodné použít pro oceňování podniků a dále jako ukazatel pro manažery, kteří nemají žádnou kontrolu nad investiční politikou a strukturou financování, jelikož nebere v úvahu nákup aktiv (odpisy) a zadlužení (úroky).

Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 44) znázorňují rozložení zisku:

Čistý zisk (EAT) = Výsledek hospodaření za účetní období

+ daň z příjmu za běžnou činnost

+ daň z příjmu za mimořádnou činnost

= **Zisk před zdaněním (EBT)**

+ nákladové úroky

= **Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)**

+ odpisy

= **Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA)**

Nicméně maximalizaci zisku nelze podle Valacha (1999, s. 15) považovat jako základní cíl podnikání, nebere v úvahu různý stupeň rizika, s nímž je zisku dosahováno, ani faktor času.

2.2 Ukazatele cash flow

Cash flow je důležitou součástí finančního řízení a rozhodování podniků. Ve vyspělých tržních ekonomikách je nutné informovat o peněžních tocích podniku, tedy o příjmech a výdajích. Cash flow souvisí s likviditou a podstatou je sledování změny stavu peněžních prostředků. Výpočet cash flow probíhá přímou metodou (rozdíl mezi příjmy a výdaji za určité období) nebo metodou nepřímou, která vychází z výsledků hospodaření podle podvojného účetnictví (tj. rozdíl mezi výnosy a náklady), který je transformován na tok peněz. Struktura výkazu cash flow se většinou člení na oblast běžné činnosti, investiční činnosti a oblast externího financování. (Sedláček, 2010, s. 64-65)

Pavelková a Knápková (2012, s. 21-23) definují:

- Celkové cash flow, které je součtem již zmíněných peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.

- Provozní cash flow, sledující peníze produkované a spotřebované provozní činností podniku.
- Volné cash flow – FCF (Free Cash Flow), které se využívá zejména jako vstupní údaj pro ocenění podniku. Jde o hotovost, která náleží těm, kteří poskytli kapitál (vlastníkům a věřitelům).

2.3 Ukazatele rentability

Dluhošová (2008, s. 16) v souvislosti s měřením rentability poukazuje, že se jedná o tzv. druhou generaci účetních ukazatelů. Investoři začali uvažovat o pojmech ziskovost tak, že srovnávali zisk s použitým vlastním nebo cizích kapitálem.

Kislingerová (2001, s. 69) uvádí, že konstrukce ukazatelů není jednoznačná a je nutné zvážit, zejména jaká kategorie zisku bude při výpočtu využita.

Rentabilita vloženého kapitálu – ROI (Return on Investment)

Podle Kislingerové (2001, s. 69) se výpočet provede podílem zisku a investovaného kapitálu. Výsledek slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu, tj. kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů. Pavelková a Knápková (2012, s. 23) tvrdí, že v pojetí tohoto ukazatele neexistuje jednoznačná shoda.

Rentabilita aktiv – ROA (Return on Assets)

Dluhošová (2008, s. 16) uvádí, že ROA je považováno za klíčové měřítko rentability, protože je poměřován zisk a celková aktiva investovaná do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Ovšem ani nadprůměrně vysoká rentabilita aktiv nezaručuje zvýšení hodnoty podniku, proto je nutné porovnat ROA s náklady podniku vztaženými na celkový používaný kapitál.

Rentabilita vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity)

Měří výnosnost vlastního kapitálu, tj. kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Akcionáři pomocí ROE zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos s přihlédnutím k velikosti jejich investičního rizika. (Dluhošová, 2008, s. 16)

Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales)

ROS je ukazatelem vyjadřujícím ziskovou marži podniku. Výsledky se posuzují zejména v časové řadě, kde má mít ukazatel stoupající tendenci. Při výpočtu se nejčastěji poměruje

EBIT s hodnotou tržeb. Při srovnání ziskové marže s ostatními podniky je vhodné použít právě EBIT, díky tomu není hodnocení ovlivněno různou kapitálovou strukturou ani odlišnou mírou zdanění. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 23)

Zisk na akcii – EPS (Earnings per Share)

Jedná se o čistý zisk připadající na jednu kmenovou akcii. Snaha o zlepšení hodnoty ukazatele EPS může často vést ke snaze zvyšovat zisk po zdanění kreativním účetnictvím.

2.4 Finanční analýza

Existuje mnoho způsobů jak definovat pojem finanční analýza. Podle Růčkové (2010, s. 9) je nejužitečnější definicí finanční analýzy systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Finanční analýza zahrnuje hodnocení minulosti, současnosti, předpovídání budoucích finančních podmínek společnosti a hlavní funkcí je připravit podklady pro rozhodování.

Marek a kol. (2006, s. 179) navíc dodává, že ve finanční analýze jsou zjišťovány slabé a silné stránky, testovány jednotlivé finanční parametry a ověřovány jejich skutečné vypovídací schopnosti.

Kislingerová (2001, s. 39) poukazuje mimo jiné i na fakt, že finanční analýza slouží jako jedno z východisek pro posouzení rizika (provozního a finančního), kterým je důležité se zabírat při stanovení kapitalizační nebo diskontní míry.

2.4.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Podle Růčkové (2010, s. 21) kvalita a použití vstupních informací ovlivňuje úspěšnost finanční analýzy. Informace by měly být nejen kvalitní, ale zároveň komplexní. Je nutné podchytit pokud možno všechna data, která by mohla zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví společnosti.

Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 18) uvádějí jako základním zdroje informací účetní výkazy společnosti, mezi které patří rozvaha, výkaz zisku a ztráty, cash flow, přehled o změnách vlastního kapitálu a příloha k účetní závěrce. Dále lze získat informace ze zpráv vrcholového vedení, vedoucích pracovníků a auditorů, z firemních statistik, z výroční zprávy, z oficiálních ekonomických statistik atd.

2.4.2 Uživatelé finanční analýzy

Podle Dluhošové (2008, s. 68) finanční údaje, které jsou důležitým zdrojem informací o podniku, odrážejí podnikovou úroveň a konkurenceschopnost. O tyto informace má zájem řada subjektů, což vyplývá ze složitosti podnikových vztahů. Dluhošová rozděluje jednotlivé zainteresované subjekty, které poptávají finanční informace z různých pohledů následujícím způsobem:

- Podle zdrojů finančních prostředků: vlastníci (investoři), věřitelé (banky), obchodní věřitelé (dodavatelé).
- Podle pravomocí v řízení podniku: vlastníci, management podniku, vnitropodnikové hospodářské jednotky.
- Podle typu podílu na výstupech podniku: zaměstnanci, obchodní dodavatelé, banky, investoři, stát, management.

2.4.3 Ukazatelé finanční analýzy

K základním metodám, které jsou využívány při finanční analýze, patří podle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013, s. 61) analýza absolutních (stavových), tokových, rozdílových a poměrových ukazatelů. Dále zde patří analýza soustav ukazatelů a souhrnné ukazatele hospodaření.

Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele vycházejí z posuzovaných hodnot jednotlivých položek základních účetních výkazů. Využívají se zejména k analýze vývojových trendů (horizontální analýza – srovnání vývoje v časových řadách) a k procentnímu rozboru (vertikální analýza – jednotlivé položky výkazů se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent). (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 67)

Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele jsou rozdílem určité položky aktiv s určitou položkou pasiv. Mají své opodstatnění zejména v oblasti řízení oběžných aktiv a s tím souvisejícím čistým pracovním kapitálem (ČPK). Čistý pracovní kapitál je rozdílem mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji a je důležitý pro posouzení platební schopnosti podniku. (Růčková, 2010, s. 41)

Poměrové ukazatele

Poměrová analýza dává položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash flow do poměru vzájemně mezi sebou. V literatuře se nachází i doporučené hodnoty jednotlivých ukazatelů, které jsou ovšem pouze orientační, jelikož každá společnost je jedinečná a výsledky je nutné zvažovat v různých souvislostech. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 84)

Postupy poměrové analýzy se většinou shrnují do několika skupin ukazatelů, které se zabírají jednotlivými oblastmi hodnocení hospodaření společnosti:

- Ukazatele zadluženosti a finanční stability se zabírají strukturou zdrojů financování, finanční stabilitou a slouží pro posouzení výše rizika, které podnik podstupuje zvolenou strukturou vlastních a cizích zdrojů.
- Ukazatele rentability patří k velmi sledovaným ukazatelům, protože informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem, tedy zda je společnost schopna vytvářet nové zdroje. Ukazatele rentability lze také rozložit a zjistit, které veličiny ovlivňují celkový výsledek. (Kislingerová a Hnilica, 2008, s. 29)
- Ukazatele likvidity jsou nedílnou složkou hodnocení výkonnosti podniku. Likviditu je nutné sledovat, aby byl podnik schopen dostát svým závazkům. Je nutné brát na vědomí, že oběžný majetek neprodukuje žádný zisk, naopak váže zdroje. Úroveň likvidity není dána jen rozsahem krátkodobých závazků, ale i dalšími okolnostmi jako je například makroekonomické prostředí, technologie, která je v podniku uplatňována, šíře sortimentu aj. (Kislingerová, 2001, s. 75)
- Ukazatele aktivity podávají informace, zda společnost využívá jednotlivé majetkové části, nebo jinak řečeno, jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. Zpravidla se pracuje s ukazateli počtu obrátů nebo dobou obrátu. V prvním případě výsledek informuje o počtu obrátek za rok, v druhém případě pak o počtu dní. (Kislingerová, 2001, s. 71)
- Ukazatele kapitálového trhu vychází kromě účetních údajů i z údajů kapitálového trhu (očekáváním investorů). Využití je omezené, protože ne každá společnost má právní formu akciové společnosti a její akcie jsou volně obchodovány na kapitálových trzích. (Dluhošová, 2008, s. 84)

Souhrnné ukazatele

Podle Neumaierové a Neumaiera (2002, s. 93) existuje mnoho modelů, jež formulují funkce obsahující optimální kombinace ukazatelů včetně jejich vah pro celkové vyhodnocení výkonnosti. Autoři definují tzv. bonitní a bankrotní indikátory, které slouží pro rychlou orientaci investorů a věřitelů, respektive pro roztřídění firem dle jejich kvality – výkonnosti a důvěryhodnosti.

Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 131-133) rozlišují rovněž dvě skupiny souhrnných ukazatelů, bankrotní a bonitní modely. Cílem bankrotních modelů, jak už z názvu vyplývá, je identifikovat, zda v blízké budoucnosti hrozí společnosti bankrot. Modely vycházejí nejčastěji z předpokladu, že má společnost problémy s likviditou, s výší čistého pracovního kapitálu a s rentabilitou vloženého kapitálu. Mezi bankrotní modely autoři řadí např. Z-skóre (Altmanův model), indexy IN (indexy důvěryhodnosti) nebo Tafflerův model. Bonitní modely jsou podle autorů založeny na diagnostice finančního zdraví firmy pomocí bodového hodnocení jednotlivých oblastí hospodaření. Do této skupiny se řadí např. Tamariho model nebo Kralickův Quicktest.

2.5 Kritika klasických ukazatelů výkonnosti

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 25-26) je slabou stránkou klasických ukazatelů to, že jsou založeny zejména na účetních údajích a účetním výsledku hospodaření, který může být ovlivněn celou řadou skutečností (technika ocenění majetku, tvorba rezerv, tvorba opravných položek, politika odpisování, časové rozlišení nákladů a výnosů), nebo může obsahovat náklady a výnosy nesouvisející s podnikáním. Další problémy jsou spojeny s vymezením struktury kapitálu podniku, kdy hmotná aktiva nejsou ve vlastnictví podniku, ale slouží k podnikání (financování leasingem) a nehmotná aktiva jsou těžko kvantifikovatelná (dodavatelско-odběratelské vztahy, kvalifikovaná pracovní síla). Dále je nutné hodnoty rentabilit porovnávat s náklady obětované příležitosti, protože samotné hodnoty nejsou měřítkem úspěšnosti společnosti. V neposlední řadě je nutné zmínit fakt, že klasické ukazatele neberou v úvahu riziko, vliv inflace a nezabývají se časovou hodnotou peněz.

Kocmanová a Hřebíček (2013, s. 59) vidí další nedostatek v zaměření se na důsledky, nikoliv příčiny.

Petrík (2009, s. 253) se rovněž zmiňuje o tom, že minulé finanční výsledky často nemusí být dostatečným podkladem pro určení finanční výkonnosti. V současné době, kdy dochází

k rychlým změnám tržních podmínek, mohou být minulé a zpožděné finanční výsledky zavádějící a nesměrodatné, a tudíž obtížně použitelné pro finanční řízení.

Ross, Westerfield and Jaffe (2008, s. 63) spatřují další slabé stránky v tom, že účetní výkazy, ze kterých se vychází při analýze, jsou zpracovány podle různých norem a standardů v závislosti na konkrétním státu. Je tudíž problematické porovnání se zahraniční konkurencí nebo odvětvím v jiném státě. Dále zmiňují neexistenci základní teorie nebo měřítek, které by pomohly na pohled určit, zda jsou dosažené výsledky správné.

Kislingerová (2010, s. 118) se rovněž zmiňuje o problému srovnání výkonnosti například s jinými podniky v oboru, jelikož často se konkurence nachází v zahraničí a pracuje v odlišných podmínkách. Podle autorky je nutné řešit otázku, zda bude využito informací zveřejňovaných pro investory různými společnostmi při burzách, nebo výroční zprávy předkládané široké investorské obci.

3 MODERNÍ MĚŘÍTKA JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Kvůli existenci kritiky klasických ukazatelů, které se věnuje předcházející kapitola, se začaly v podnikové praxi uplatňovat nové přístupy k měření výkonnosti podniku.

Podle Maříkové a Maříka (2005, s. 12) je nutné nalézt takový ukazatel, který:

- Vykazuje co nejužší vazbu na hodnotu akcií – shareholder value. Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty.
- Umožňuje využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů postavených na účetnictví.
- Překonává dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Je nutné, aby zahrnoval kalkulaci rizika a bral v úvahu rozsah vázaného kapitálu.
- Umožňuje hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.

3.1 Diskontované cash flow – DCF (Discounted Cash Flow)

Pavelková a Knápková (2012, s. 44) popisují volné cash flow, které je absolutní veličinou nezohledňující riziko ani čas, při kterém jsou peněžní toky produkovány. Proti tomu zmiňují cash flow diskontované pomocí nákladů na kapitál, které tyto okolnosti bere v úvahu a stává se tak vhodným měřítkem výkonnosti podniků. Dále může být předmětem zájmu investorů pro hodnocení výhodnosti investice pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta.

3.1.1 Čistá současná hodnota – NPV (Net Present Value)

Čistá současná hodnota je rozdíl mezi hodnotou projektu a náklady na jeho realizaci. Je nutné mít na paměti, že NPV vychází ze zásady, že koruna dnes má větší hodnotu než zítra. Protože pokud dnes investujeme danou korunu, hned zítra začne vydělávat. NPV je závislá pouze na očekávaných peněžních tocích projektu a na nákladech obětované příležitosti kapitálu. (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 107-108)

3.1.2 Vnitřní výnosové procento – IRR (Internal Rate of Return)

Brealey, Myers a Allen (2014, s. 111-112) uvádějí, že IRR je respektovaným ukazatel, který má jen velmi málo nedostatků. Podstata IRR tkví v přijetí takové investiční příležitosti, jejíž míra výnosnosti je větší než náklady obětované příležitosti. Autoři upozorňují, že interpretace takového pravidla nemusí být u dlouhodobých projektů vůbec jednoduchá. IRR se rovná takové míře výnosnosti projektu, při které je NPV rovna nule. IRR je ve financích velmi často používáno, ale je třeba mít na paměti, že může být i velmi zavádějícím hlediskem a je třeba ho správně použít.

3.2 Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added)

Marinič (2008, s. 34) uvádí, že tržní cena podniku (součin kurzu jedné akcie a počtu emitovaných akcií) se liší od účetní hodnoty podniku (čistého obchodního jmění). Jako vhodný ukazatel se podle něj jeví tržní přidaná hodnota, jako rozdíl současné tržní ceny podniku vyjádřené celkovou hodnotou akcií na burze a účetní hodnotou vloženou akcionáři do podniku, která vyjadřuje hodnotu skutečně investovaného kapitálu akcionářů.

Pavelková a Knápková (2012, s. 46-48) uvádějí, že cílem je dosáhnout co nejvyšší hodnoty MVA a tohoto cíle nelze dosáhnout pouhým navýšením vloženého kapitálu (i za předpokladu vzrůstu hodnoty podniku). MVA se zvýší pouze v případě, pokud investovaný kapitál vydělává více, než představují náklady na kapitál. Autorky se zabývají i nedostatky MVA, které spatřují ve skutečnosti, že často není dosažená hodnota v souladu s přáním akcionářů. Ukazatel lze také ovšem použít jen u podniků, veřejně obchodovatelných a s tím souvisí výhoda ukazatele, hodnota je uznána trhem a jsou v ní zahrnuty odhady budoucího vývoje podniku.

Vochozka (2011, s. 134) objasňuje negativní výsledek MVA, který značí sníženou hodnotu společnosti. Investiční záměry a činnost společnosti je kapitálovým trhem hodnocena níže, než je jejich účetní hodnota.

3.3 Excess Return

Excess Return je stejně jako MVA ukazatelem vycházejícím z tržní hodnoty. Young a O'Byrne (2001, s. 31-32) tvrdí, že ne MVA, ale Excess Return je skutečným kumulativním ukazatelem tvorby bohatství společnosti, jelikož bere v potaz požadavky investora na zhod-

nocení jeho kapitálu. Excess Return definují jako rozdíl mezi skutečným bohatstvím a očekávaným bohatstvím v daném období. Skutečné bohatství je budoucí hodnota peněžních toků pro vlastníky. Očekávaná hodnota bohatství představuje hodnotu investovaného kapitálu na konci daného období, které by investor měl dosáhnout při investorem požadované výnosnosti.

3.4 Ekonomická přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty pochází od firmy Stern Stewart & CO., která tuto metodu objasnila v roce 1990.

Myšlenkový základ ekonomické přidané hodnoty lze nalézt podle Kislingerové (2010, s. 119) v mikroekonomii, kde se uvádí jako cíl firmy maximalizace zisku.

EVA je určena objektivně pro širší využití, než výše zmiňovaná MVA, která je odvozená primárně pro podniky obchodované na veřejných kapitálových trzích. (Petřík, 2009, s. 367)

Cílem zájmových skupin (akcionářů) je maximalizace tržní hodnoty podniku. Konstrukce ekonomické přidané hodnoty vnáší do měření firemní výkonnosti informace o skutečné ceně vlastního kapitálu. (Marinič, 2008, s. 39)

Stále větší počet společností ve vyspělých ekonomikách, ale i transformujících se ekonomikách, přijímá ukazatel EVA jako základ pro sledování výkonnosti firmy a podnikové plánování. EVA byla vytvořena s cílem motivovat pracovníky k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře a vychází z pravidla, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. (Dluhošová, 2008, s. 17-18)

Maříková a Mařík (2005, s. 10) poukazuje na fakt, že autoři EVA, Američané Stewart a Stern, metodu podrobně rozpracovali. Je však třeba poznamenat, že metoda EVA je pouze konkrétním, i když podrobně rozvedeným zpracováním myšlenky, která se v ekonomické literatuře i praxi objevuje již celé jedno století. Jedná se o rozlišování účetního a tzv. ekonomického zisku, kterého je dosaženo tehdy, jsou-li uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu (především náklady na vlastní kapitál).

Brealey, Myers a Allen (2014, s. 306-307) uvádějí, že ekonomický zisk a ostatní formy reziduálního zisku jsou lepší mírou výkonnosti než zisk nebo růst zisku. EVA podle autorů pomáhá také odhalit ty části podnikání, které nemají úplně nejlepší výkonnost.

Výpočet ukazatele se nejčastěji provádí následujícím způsobem:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (1)$$

Kde:

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) = zisk z hlavní činnosti po zdanění

C = kapitál vázaný v aktivech, nebo NOA (Net Operating Assets) = čistá operativní aktiva

WACC (Weighted Average Cost of Capital) = průměrné vážené náklady na kapitál

Druhým způsobem může být:

$$EVA = (RONA - WACC) \times C \quad (2)$$

Kde:

RONA = rentabilita čistých operativních aktiv

Existuje ovšem možné zjednodušení výpočtu, které se opírá o účetní data podniků a je využíváno Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR:

$$EVA = \check{C}Z - r_e \times VK \quad (3)$$

Kde:

ČZ = čistý zisk

r_e = náklady na vlastní kapitál

VK = vlastní kapitál

3.4.1 Vymezení NOA

Podle Maříka a Maříkové (2005, s. 26) je nutné upravit rozvahu:

- vydělit z aktiv neoperační aktiva,
- aktivovat položky, které účetně v aktivech nebyly vykazovány,
- snížit aktiva o neúročený kapitál.

Vyloučení neoperačních aktiv

Často je velmi složité určit, která aktiva mají operační charakter a jsou nezbytná pro chod společnosti, a která nikoli. Mařík a Maříková (2005, s. 26-29) uvádějí následující položky, které by dle jejich názoru, měly být z aktiv vypuštěny:

- Z krátkodobého finančního majetku by měly být vyloučeny krátkodobé cenné papíry mající charakter strategické rezervy. Peněžní prostředky by měly být udržovány jen na provozně nutné výši.
- U dlouhodobého finančního majetku je nutné zvážit, zda se jedná o portfoliový charakter, v případě že ano, je třeba tento majetek vyloučit.
- Vlastní akcie by v žádném případě neměly tvořit součást NOA.
- Nedokončené investice se většinou nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření a doporučuje se je odečíst.
- Jiná aktiva jako nevyužívané budovy a pozemky, nadbytečné zásoby atd. je doporučeno vyloučit z NOA.

Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Hodnotu NOA je nutné upravit o položky, které v rozvaze nejsou uvedeny. Pavelková a Knápková (2012, s. 59) považují jako vhodné aktivovat např. náklady na reklamu, logistiku, vzdělávání zaměstnanců, restrukturalizace podniku, výzkum a vývoj. Dále je nutné upravit NOA o položku leasingu a to zejména u společností pracujících s velkým množstvím majetku takto financovaným. Neměl by být opomenut také goodwill, který se pro výpočet EVA zahrnuje do NOA v brutto hodnotě, pokud se jeho hodnota postupně nesnižuje.

Mařík a Maříková (2005, s. 41-42) věnují pozornost oceňovacím rozdílům u oběžných aktiv a dlouhodobého majetku a dále zmiňují nutnost upravit NOA o tiché rezervy.

3.4.2 Vymezení NOPAT

Jako první zásadu pro určení NOPAT uvádějí Mařík a Maříková (2005, s. 49) dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Jestliže jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazeny do NOA, je potom nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT a naopak. Podle autorů je třeba také rozhodnout, zda vzít jako základ výsledek hospodaření z běžné činnosti, nebo provozní výsledek hospodaření. Jako základní kroky pro vymezení NOPAT uvádějí:

- Vyloučení placených úroků z finančních nákladů a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách.
- Z výsledku hospodaření vyloučit mimořádné položky.
- Do NOPAT je potřeba započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které jsou způsobeny při vymezení NOA.

- Je nutné posoudit, do jaké míry mají dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek provozně nutný charakter. Výsledkem těchto rozhodnutí by mělo být určení, do jaké míry je žádoucí odpovídající finanční výnosy a náklady v NOPAT ponechat a v jaké míře to žádoucí není.
- Důležitým krokem je také zjistit upravenou daň.

3.4.3 Určení nákladů na kapitál

Young a O'Byrne (2000, s. 162) uvádějí, že náklady na kapitál jakékoliv investice, jsou vyjádřeny návratností, jakou očekává poskytovatel kapitálu. Jinými slovy náklady na kapitál jsou oportunitními náklady, které odráží, jaké výnosy investoři očekávají od ostatních investic podobného rizika.

Dluhošová (2008, s. 104) upřesňuje, že z pohledu podniku lze náklady kapitálu chápat jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Naopak u investora jde o požadavek na výnosnost, která musí být firmou dosahována, aby nedošlo k poklesu bohatství (hodnoty) pro investory.

Podle Pavelkové a Knápkové (2005, s. 157) je důležité znát náklady na kapitál pro přijímání mnoha různých rozhodnutí. Jedná se o rozhodování v oblasti propočtu efektivnosti investičního záměru, výběru zdrojů financování, oceňování podniku, hodnocení výkonnosti podniku.

Brealey, Myers a Allen (2014, s. 221) konstatují, že náklady kapitálu společnosti se nerovnají nákladům dluhu ani nákladům vlastního kapitálu, ale jsou složeny z obojího.

Metoda EVA počítá s váženými průměrnými náklady kapitálu (WACC), jejichž výpočet definuje řada autorů následujícím způsobem:

$$WACC = n_{vk} \times \frac{VK}{K} + n_{ck} \times \frac{CK}{K} \times (1 - d) \quad (4)$$

Kde:

N_{vk} = náklad na vlastní kapitál

N_{ck} = náklad na cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

CK = cizí, explicitně úročený kapitál

K = kapitál celkem = VK + CK

D = daňová sazba z příjmů právnických osob

Pro výpočet WACC je tedy nutné určit váhy jednotlivých složek kapitálu, určit náklady na cizí a vlastní kapitál.

Náklady na cizí kapitál

Částky plynoucí z použití cizího kapitálu jsou obvykle dohodnuty smluvně. Z použití cizího kapitálu plynou daňové úspory, jelikož úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít. Informace jsou zjišťovány zejména z pasivní strany rozvahy, jde o položky běžných a dlouhodobých bankovních úvěrů, dluhopisů, finanční výpomoci. (Mařík a Maříková, 2005, s. 57, Pavelková a Knápková, 2012, s. 165)

Náklady na vlastní kapitál

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 168) termín náklad na vlastní kapitál není u nás mezi podniky často používaným výrazem a mnoho podniků se chová, jako by byl vlastní kapitál zcela zdarma, což není. Náklady na vlastní kapitál jsou dány očekáváním investorů.

Stejně tak Mařík a Maříková (2005, s. 58) konstatuje, že na rozdíl od nákladů cizího kapitálu nejsou u nákladů vlastního kapitálu dohodnuty žádné pevné platby. Náklady jsou nejčastěji odvozeny od dividend u akciových společností, či podílů na zisku u jiných právních forem společností. Jelikož většina akciových společností v ČR nevyplácí žádné dividendy, mají mnohé společnosti dojem, že náklady na vlastní kapitál jsou velmi malé, nebo dokonce nulové.

Jako základní modely pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou v odborné literatuře uváděny nejčastěji:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- arbitrážní model oceňování (APV),
- stavebnicový model,
- dividendový model,
- ostatní přístupy (např. odvození z nákladů na cizí kapitál, stanovení na základě průměrné rentability odvětví).

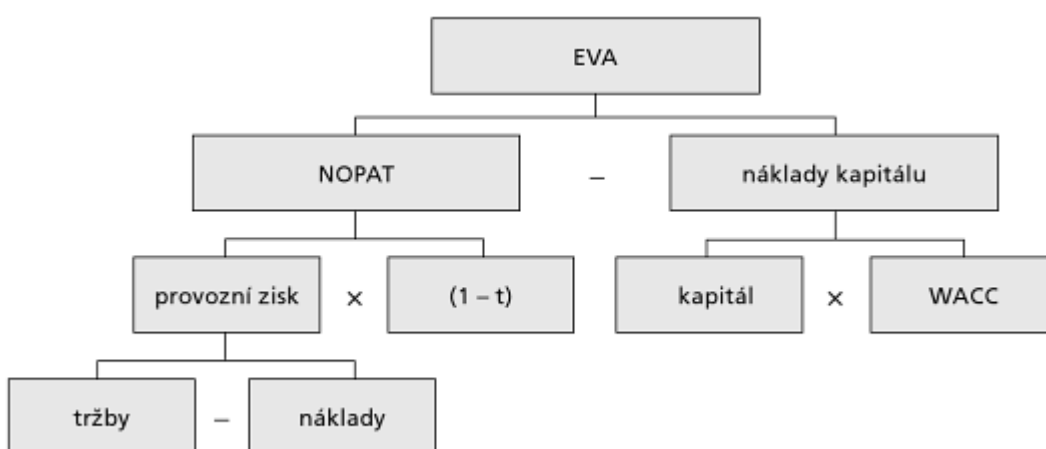
3.4.4 Rozbor ukazatele EVA

Podle Vochozky (2011, s. 125) ekonomická přidaná hodnota souvisí velmi úzce s čistou současnou hodnotou. Pokud se podniky při rozhodování o investicích řídí pravidlem čisté

současné hodnoty a věnují pozornost také optimalizaci kapitálové struktury, dosahují potom i kladné ekonomické přidané hodnoty.

Nývltová a Marinič (2010, s. 177) uvádí, že rozklad ukazatele EVA umožňuje zprůhlednit jednotlivé možnosti zvyšování hodnoty podniku:

- změna struktury kapitálu (efekt finanční páky),
- zvýšení provozního zisku,
- snížení nákladů na kapitál (volba levnějšího kapitálu) nebo omezení jeho výše (přehodnocení nebo vyloučení některých aktiv).



Obr. 1 Rozklad ukazatele EVA. (Nývltová a Marinič, 2010, s. 177)

3.4.5 Zhodnocení ukazatele EVA

Ekonomickou přidanou hodnotu lze využít v mnoha oblastech podnikového řízení. Pavelková a Knápková (2012, s. 84-85) shrnují použití EVA následovně:

- využití pro měření a řízení výkonnosti podniku,
- řízení a motivování zaměstnanců,
- ocenění podniku a akvizic,
- hodnocení investičních projektů.

Autorky zmiňují fakt, že i ekonomická přidaná hodnota má určité nevýhody. Ukazatel vychází z účetních informací. Úprava vstupních informací probíhá zjednodušeně v nejdůležitějších vybraných krocích, protože všech 164 kroků firmy Stern Stewart & Co. je zahaleno

obchodním tajemstvím. Obtížným krokem je i výpočet nákladů na kapitál, konkrétně nákladů na vlastní kapitál – existuje více způsobů výpočtu, ale žádný nedává jednoznačně správný výsledek. Ukazatel není upraven o hodnotu inflace.

Podle Maříka a Maříkové (2005, s. 65-66) je nutné brát na vědomí, že i přes zvýšení hodnoty EVA nemusí dojít k zvýšení hodnoty podniku. Ke snížení hodnoty podniku i přes současné zvýšení EVA může dojít například:

- jestliže zvýšení EVA v současné době bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků,
- pokud je sice zvýšena EVA, ovšem při rostoucích nákladech kapitálu – například kvůli rostoucímu riziku. V případě přepočtu budoucích EVA na současnou hodnotu pak může dojít ke snížení současné hodnoty budoucích EVA a tím i hodnoty podniku,
- pokud je nedostačující obnova majetku, který je stále více odepsaný, a v důsledku toho je vázáno méně kapitálu v provozu. Výkonnost podniku může ve skutečnosti klesat, ale EVA roste.

3.5 Přidaná hodnota pro akcionáře – SVA (Shareholder Value Added)

Přidaná hodnota pro akcionáře (SVA) je rozdílem mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k danému datu. Podle Wagnera (2009, s. 204) je SVA rozdílem hodnoty podniku pro akcionáře na začátku a konci období.

Marinič (2008, s. 43) uvádí následující vztah pro výpočet SVA:

SVA = současná hodnota budoucích provozních toků + zůstatková hodnota firmy na konci hodnoceného období + hodnota neprovozních aktiv (držené majetkové podíly – cenné papíry) – cizí zdroje (úročené dluhy)

Pavelková a Knápková (2012, str. 91) dodávají, že využití SVA a EVA může vést k odlišným výsledkům a dále uvádí i zjednodušený vztah pro výpočet SVA:

$$SVA = \frac{\Delta \text{NOPAT}}{\text{WACC}} \quad (5)$$

3.6 Provozní návratnost investice – CFROI (Cash Flow Return on Investment)

CFROI v českém překladu znamená rentabilitu investic založenou na peněžních tocích. Model byl navržen americkou společností HOLT Value Associates. CFROI vyjadřuje vnitřní

výnosovou míru za podnik jako soubor jednotlivých investic. Přínosem z investic jsou provozní peněžní toky z investičních projektů bez zahrnutí úroku a čistá současná hodnota neodpisovaných aktiv datu likvidace investice. Investice jsou poté porovnány s bruto hodnotou investic. (Wagner, 2009, s. 203)

CFROI, jak název napovídá, je tedy mírou návratnosti, není vyjádřen v penězích tak jako ekonomická přidaná hodnota. (Young a O'Byrne, 2001, s. 382)

Mařík a Maříková (2005, s. 110) uvádí, že vedle ukazatelů fungujících na principu reziduálního zisku (EVA), se začaly využívat další měřítka, jejichž záběr je stále komplexnější. Upozorňují také, že v odborných publikacích, včetně jejich, neposkytují přesný postup výpočtu. Ten je součástí obchodního tajemství firmy Boston Consulting Group, která jej získala od poradenské firmy HOLT Value Associates.

Pavelková a Knápková (2012, s. 93) poukazují na skutečnost, že CFROI pracuje s reálnými hodnotami (očištěnými od inflace) a díky tomu je zde možnost porovnávat výkonnost podniku v různých zemích.

3.6.1 Výpočet CFROI

Pavelková a Knápková (2012, s. 94) uvádějí vztah pro výpočet CFROI:

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{NA}{(1+CFROI)^n} \quad (6)$$

Kde:

BIB = investice (brutto)

BCF = brutto cash flow v jednotlivých letech upraveno o inflaci

NA = neoperativní aktiva

n = doba ekonomické životnosti

t = jednotlivé roky budoucích období n

Mařík a Maříková (2005, str. 111) popisují tři hlavní komponenty nutné pro výpočet následně:

Předpokládaná doba ekonomické životnosti

Výpočet je jednoduchým poměrem hodnoty odepisovaných dlouhodobých aktiv v pořizovacích cenách a ročních odpisů, u odpisů se předpokládá lineární způsob odpisování.

Brutto investiční báze

Počáteční investiční výdaj (brutto investiční výdaj) se skládá ze dvou složek – odepisovaná a neodepisovaná aktiva. Brutto investiční výdaj odpovídá v zásadě veličině NOA, která se využívá při výpočtu ekonomické přidané hodnoty, ale je zde rozdíl – aktiva nejsou vyjádřena v zůstatkových hodnotách, nýbrž v brutto hodnotách a upravené o inflaci.

Brutto cash flow

Pro výpočet brutto cash flow je používána nepřímá metoda výpočtu cash flow. Je možné vycházet z výsledku hospodaření, který je ale nutné jako u modelu EVA upravit. Cílem je dojít k „trvalému“ výsledku hospodaření, který nezahrnuje mimořádné náklady a výnosy všeho druhu. Součástí investic by měly být i běžně nevykazovaná aktiva, musí se tyto úpravy promítnout i do hodnoty výsledku hospodaření. Po provedených úpravách je nutné zisk zdaňovat.

Marinič (2008, s. 47) uvádí i možnost koncipovat ukazatel i jako CFROI – rozpětí (spread), k váženým průměrným nákladům kapitálu (WACC). Ukazatel má potom tvar podobný ukazateli EVA:

$$\text{CFROI}_{\text{spread}} = \text{CFROI} - \text{WACC} \quad (7)$$

Pokud je výsledek kladný, je tvořena hodnota pro akcionáře, v případě záporného výsledku dochází k znehodnocování vloženého majetku.

3.6.2 Zhodnocení CFROI

Jako nespornou výhodu ukazatele CFROI uvádí Pavelková a Knápková (2005, s. 92-93) možnost porovnat výkonnost podniků v čase, podnikajících v odlišných odvětvích a v různých státech. Procentní vyjádření výsledku usnadní porovnávání s jinými podniky. Ukazatel zohledňuje inflaci a je přesný z hlediska konstrukce.

Young a O'Byrne (2001, s. 422-423) dodávají, že zastánci CFROI argumentují lepším stanovením hodnoty podniku. Podle autorů ovšem CFROI závisí na řadě předpokladů, je náročné na úpravy, nemusí být srozumitelné pro provozní manažery a spíše měřítkem pro zhodnocení historické výkonnosti.

3.7 Peněžní přidaná hodnota – CVA (Cash Value Added)

Model CVA by vyvinut poradenskou firmou Boston Consulting Group a namísto výsledku hospodaření pracuje s určitou variantou peněžních toků. Stejně jako EVA lze i CVA využít pro hodnocení výkonnosti podniku, ale především se využívá u oceňování podniku. (Mařík a Maříková (2005, s. 19-22)

Hodnota CVA se podle autorů vypočítá:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times BIB \quad (8)$$

Kde:

CFROI = rentabilita investic založená na peněžních tocích

BIB = brutto investiční báze

WACC = vážené průměrné náklady na kapitál

3.8 Rentabilita hrubých aktiv – CROGA (Cash Return on Gross Assets)

Cash flow rentabilita hrubých aktiv (CROGA) je dalším ukazatelem, který nepoužívá zisk, ale peněžní toky. Podle Mariniče (2008, s. 45) se vypočítá následovně:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (9)$$

Kde:

OATCF = operating after cash flow – provozní cash flow po zdanění (zisk + odpisy)

GA = gross assets – stálá provozní aktiva (brutto aktiva) v pořizovacích cenách + provozní (pracovní kapitál)

Výsledek je vyjádřen v procentech a poměří se s WACC. Pokud je tvořena hodnota – platí: CROGA > WACC. (Pavelková a Knápková, 2005, str. 95)

3.9 Rentabilita čistých aktiv – RONA (Return on Net Assets)

Rentabilita (výnosnost) čistých operativních aktiv je dalším hodnotově orientovaným ukazatelem. Kislingerová (2001, s. 91) definuje vztah pro výpočet:

$$RONA = \frac{NOPAT}{NOA} \quad (10)$$

Kde:

NOPAT = provozní výsledek hospodaření po zdanění

NOA = čistá operativní aktiva

U ukazatele RONA měříme rentabilitu (podíl) zdaněného provozního hospodářského výsledku a výrobních vstupů vyjádřených pomocí aktiv – jedná se o analogii ukazatele EVA. (Marinič, 2008, s. 44)

Pavelková a Knápková (2012, s. 53 a 115) definují RONA i jako výnosnost úplatného kapitálu podniku (tj. schopnosti podniku zhodnotit úplatný kapitál). Podle autorek je pro srovnání výkonnosti v daných obdobích nebo pro mezipodnikové srovnání, možné použít rozdíl mezi RONA a WACC, neboli tzv. spread. Výsledky RONA se porovnávají s náklady na kapitál, pokud jsou vyšší, dosahuje EVA kladnou hodnotu a podnik přispívá k tvorbě hodnoty pro vlastníky.

3.10 Balanced Scorecard – BSC

Metoda BSC jako moderní metoda pro zvyšování výkonnosti a řízení cílů společnosti, byla vyvinuta profesory S. Kaplanem a D. Nortonem počátkem 90. let.

Kaplan a Norton (2007, s. 14-19) definují tzv. konkurencí informačního věku, kdy musí firmy pro dosažení úspěchu prokázat nové schopnosti. Schopnost mobilizovat a zužitkovat hmotná a neviditelná aktiva je podle autorů mnohem více rozhodující než řízení fyzických hmotných aktiv. Autoři kritizují strnulý model finančního účetnictví, který dal vzniknout nové metodě BSC. Metoda BSC zachovává tradiční finanční měřítka, která však vypovídají o minulých finančních transakcích. Tyto měřítka minulé výkonnosti doplňuje o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti. Cíle a měřítka BSC vychází z vize a strategie podniku, sledují jeho výkonnost ze čtyř perspektiv: finanční, zákaznické, interních procesů, učení se a růstu.

Finanční perspektiva

BSC zohledňuje finanční měřítka, neboť jsou důležitá pro sumarizaci snadno měřitelných ekonomických důsledků již realizovaných akcí a jsou důležitá při posouzení, zda zaváděné realizace vedou ke zlepšení. Finanční cíle se často týkají ziskovosti, nebo ekonomické přidané hodnoty.

Zákaznická perspektiva

V rámci zákaznické perspektivy manažeři identifikují zákaznické a tržní segmenty, ve kterých budou podnikat a ukazatele výkonnosti společnosti v těchto cílových segmentech. Klíčová výstupní měřítka zahrnují nejčastěji spokojenost zákazníků, získávání nových zákazníků, ziskovost zákazníků, podíl na cílových trzích.

Perspektiva interních procesů

V perspektivě interních procesů jsou zjišťovány kritické interní procesy, ve kterých by měla společnost dosáhnout vynikajících výsledků. Tyto procesy společnosti umožňují jednak poskytovat hodnotové výhody, které pomohou zaujmout nebo udržet zákazníky, a dále naplnit finanční očekávání akcionářů.

Perspektiva učení se a růstu

Poslední perspektiva BSC se zabývá podnikovou infrastrukturou, která je nutná pro vytvoření dlouhodobého růstu a zdokonalování. Tato perspektiva postihuje důležité faktory současného a budoucího úspěchu. Učení se a růst vychází podle autorů ze základních zdrojů: lidí, systému a podnikových procedur.

Podle autorů BSC Kaplana a Nortona (2007, s. 21) je BSC využívána inovativními podniky jako strategický manažerský systém, tedy k řízení své dlouhodobé strategie. Měřicí vlastnosti BSC používají podniky:

- k vyjasnění a převedení vize a strategie do konkrétních cílů,
- ke komunikaci a propojení strategických plánů a měřítek,
- k plánování a stanovení cílů a sladění strategických iniciativ,
- ke zdokonalení strategické zpětné vazby a procesu učení se.

Pavelková a Knápková (2012, s. 200) upozorňují, že neexistuje způsob na volbu jednotlivých měřítek, které by bezvýhradně vyhovovaly každé společnosti, a model BCS by měl být ušitý na míru konkrétní společnosti. Aby bylo využití BSC účinné v řízení výkonnosti, je nutné propojit jednotlivé vztahy mezi měřítky, což není lehký úkol. Dále je úspěšnost podmíněna i komunikací a zainteresováním pracovníků na dosažení stanovených cílů.

3.11 Kritika moderních měřítek

Stejně jako klasické ukazatele měření podnikové výkonnosti, i moderní měřítka mají své slabé stránky. Zejména je nutné respektovat fakt, že ukazatele vznikly většinou v jiných státech, tudíž i jiných ekonomických podmínkách, kde panují i jiné regulace v oblasti účetnictví. Účetní data je nutné upravovat, jak již bylo řečeno v přecházejících kapitolách, mnohé úpravy a postupy jsou obchodním tajemstvím. Některé moderní ukazatele nelze navíc použít pro měření finanční výkonnosti neobchodovatelných společností.

Marinič (2008, s. 47) tvrdí, že v žádném případě nelze nástroje hodnotově orientovaného managementu hodnotit jednostranně, nebo vidět jen negativní stránky. Výhodu spatřuje v tom, že poskytují jasný přehled o vývoji finanční situace společnosti, na druhé straně nejsou schopné postihnout a měřit klíčové nefinanční jevy předcházející finančním výsledkům.

I. PRAKTICKÁ ČÁST

4 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY A.S. A PODMÍNEK JEJÍHO HOSPODAŘENÍ

Společnost XY a.s. je výrobcem ocelových kontejnerů, rámu a jiných ocelových konstrukcí. Produkce společnosti je z cca 90 % exportní. Svou hlavní činnosti se společnost řadí dle odvětvové klasifikace ekonomických činností do CZ-NACE 25.

Společnost byla založena 5. března 1992 třemi společníky, jako společnost s ručením omezeným. Nejprve zaměstnávala 34 pracovníků, činnost byla provozována v pronajatých prostorech a hlavní produkce byla zaměřena na nejrůznější ocelové konstrukce a výrobky pro hutní výrobu. Protože došlo k útlumu hutní výroby, bylo započato s výrobou obytných a sanitárních kontejnerů a sestav, které mohou být použity jako kanceláře, ubytovny, výrobní prostory, obchody, obytné montované domy. (internetové stránky společnosti XY, © 2013)

Od roku 1994 se stala společnost plně samostatnou, odkoupila pronajaté výrobní prostory a strojní vybavení. Kvůli růstu zájmu o výrobky společnosti, zejména o speciální technologické kontejnery, bylo v roce 1998 zřízeno obchodní oddělení pro přímou komunikaci se zahraničními odběrateli. To napomohlo k změně orientace na přímé zákazníky a kusovou speciální výrobu dle konkrétních potřeb zákazníků. Společnost během let získala řadu potřebných certifikátů, značně investovala a to napomohlo k prudkému nárůstu výroby a produktivity práce. Úspěšnost společnosti dokládají i výborná umístění, která získala v soutěži Štítky českého byznysu a Vodafone firma roku. V polovině roku 2013 došlo ke změně právní formy podnikání, místo společnosti s ručením omezeným vznikla akciová společnost. (internetové stránky společnosti XY, © 2013)

Hlavním předmětem činnosti společnosti XY a.s. je:

- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení;
- kovářství, podkovářství;
- zámečnictví, nástrojářství;
- obráběčství;
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování;
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona;
- silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o nejvyšší povolené hmotnosti přesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí;

- silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami o nejvyšší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí.

4.1 Vývoj počtu zaměstnanců

Společnost nyní zaměstnává zhruba sedmkrát více pracovníků než v počátku činnosti. Stala se tak významným zaměstnavatelem v mikroregionu. Většinu zaměstnanců tvoří dělníci. Společnost investuje a využívá dotace pro zlepšení odborných, jazykových a manažerských znalostí. Nejnižší počet zaměstnanců evidovala společnost v roce 2009, kdy nastal velký pokles proti roku 2008 (224 zaměstnanců). S rostoucí výrobou a produktivitou práce rostl i počet zaměstnaných pracovníků a mezi roky 2011 a 2013 už nedošlo k výrazným výkyvům. Organizační struktura společnosti je zobrazena v příloze č. XIII.

Tab. 2 Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2009-2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Průměrný počet zaměstnanců	199	203	233	240	237

4.2 Analýza vnitřních a vnějších podmínek

Podle odvětvové klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se společnost XY řadí do skupiny:

- C – Zpracovatelský průmysl,
- CZ-NACE 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení,
- CZ-NACE 25.1 – Výroba konstrukčních kovových výrobků,
- CZ-NACE 25.11 – Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů.

4.2.1 Zpracovatelský průmysl

Zpracovatelský průmysl (ZP) představuje v české ekonomice jeden z klíčových zdrojů hrubého domácího produktu. Podíl zpracovatelského průmyslu se na celkových tržbách průmyslu pohybuje kolem 90 % a lze říci, že se jedná o hlavního vývozce České republiky. Suverénní jedničkou podle podílu na celkových tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v rámci ZP je oddíl CZ-NACE 29 Výroba motorových vozidel. V rámci klasifikace ekonomických činností je ZP rozdělen na celkem 24 oddílů. ZP zaujímá široké spektrum podniků

zabývající se výrobou potravin, výrobou textilu, oděvů a kožedělných výrobků, chemii, farmacií a zpracováním gumy a plastů, skla, cementu, zdicích materiálů, zpracováním kovů a strojírenstvím atd. (MPO, 2013, str. 13; MPO, 2010, str. 27)

4.2.2 CZ-NACE 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení

Oddíl 25 zahrnuje výrobu „čistě“ kovových výrobků, které mají zpravidla statickou funkci a nově je zde zařazena výroba zbraní a střeliva. Šíře výrobků a technologií, které jsou zahrnuty do tohoto oddílu, je ohromná. Skoro vše s čím běžně přicházíme do styku a je kovové, pohází z tohoto oddílu. Výrobní činnost oddílu, které lze označit jako kovovýroba, je sledována dle klasifikace CZ-NACE v osmi skupinách:

- 25.1 Výroba konstrukčních kovových výrobků;
- 25.2 Výroba radiátorů a kotlů k ústřednímu topení, kovových nádrží a zásobníků;
- 25.3 Výroba parních kotlů, kromě kotlů pro ústřední topení;
- 25.4 Výroba zbraní a střeliva;
- 25.5 Kování, lisování, ražení, válcování a protlačování kovů; prášková metalurgie;
- 25.6 Povrchová úprava a zušlechťování kovů; obrábění;
- 25.7 Výroba nožířských výrobků, nástrojů a železářských výrobků;
- 25.9 Výroba ostatních kovodělných výrobků. (MPO, 2013, str. 161-162)

Tab. 3 Podíl CZ-NACE 25 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb Zpracovatelského průmyslu. (MPO, 2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl CZ-NACE 25 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb ZP	8,7 %	7,3 %	8,3 %	8,2 %	8,7 %
Umístění v rámci 24 oddílů	3.	4.	2.	2.	2.

Oddíl CZ-NACE 25 zaujímá v rámci zadavatelského průmyslu důležitou roli. Po Výrobě motorových vozidel, která má výsadní postavení (cca 20 %), zaujímá od roku 2011 druhé místo svým podílem na tržbách za vlastní výrobky a služby ZP. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků má tedy, jak i vyplývá z tabulky, trvale významné místo ve sféře celého zpracovatelského průmyslu.

Tab. 4 Podíl CZ-NACE 25.1 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. (MPO, 2009-2013)

	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl CZ-NACE 25.1 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb	19,5 %	22,4 %	18,4 %	19,9 %	20,4 %
Umístění v rámci 8 oddílů	3.	2.	3.	3.	3.

Oddíl 25.1 Výroba konstrukčních kovových výrobků, do kterého svou hlavní činností spadá i společnost XY a.s., se pohybuje na vysokých příčkách i svým podílem na tržbách i v rámci 8 oddílů CZ-NACE 25.

4.2.3 SWOT analýza

Úkolem SWOT analýzy je zhodnotit silné a slabé stránky společnosti ve vztahu k příležitostem a hrozbám.

Tab. 5 SWOT analýza společnosti XY a.s. (Vlastní zpracování)

	Strenghts - Silné stránky	Weaknesses - Slabé stránky
Vnější prostředí	<ul style="list-style-type: none"> - schopnost přizpůsobit se konkrétní zakázce - image a prezentace firmy – dobré jméno - vlastnictví důležitých certifikátů - vzdělávání zaměstnanců 	<ul style="list-style-type: none"> - závislost výroby na aktuální poptávce - nevýhodná geografická poloha v rámci exportu
	Opportunities - Příležitosti	Threats - Hrozby
Vnitřní prostředí	<ul style="list-style-type: none"> - vstup na nové tržní segmenty - export do dalších států - získání nových zákazníků - využívání podpory podnikání od státu – dotace 	<ul style="list-style-type: none"> - vývoj kurzu koruny - konkurence - zvyšování cen vstupů (materiál, energie, mzdy aj.) - imitace výrobků

Mezi silné stránky patří bezesporu to, že společnost se zaměřuje na konkrétní přání zákazníků a svými službami se snaží vyhovět jejich požadavkům. Není zaměřená na sériovou výrobu a disponuje tak širokým sortimentem výrobků. To na druhou stranu může být i hrozba, z důvodu časové náročnosti a složitosti výroby. Stejně tak vývoj kurzu koruny lze zařadit do

hrozeb a současně i mezi silné stránky, což platí v posledních letech analyzovaného období, kdy česká koruna oslabuje a zvýhodňuje tak export.

4.2.4 Porterův model pěti sil

Porterova analýza pěti sil patří mezi významné nástroje pro analýzu konkurenčního prostředí společnosti. Model rozebírá pět klíčových faktorů, které konkurenceschopnost společnosti přímo nebo nepřímo ovlivňují.

Rivalita mezi konkurenty

V České republice jsou v současnosti asi 3 společnosti disponující podobnými službami. Společnost XY a.s. si přesto dokázala vybudovat dobré jméno na trhu a drží si svou pozici tím, že je zaměřena na zakázkovou výrobu odpovídající konkrétním požadavkům odběratelů. Nicméně žádnou společnost v ČR nelze označit jednoznačně za konkurenta, jelikož společnost XY a.s. se svým zaměřením odlišuje. Větší konkurence se nachází na Slovensku, kde je asi pět firem stejného zaměření a další tři firmy ve střední Evropě.

Vstup nových konkurentů

Riziko vstupu nových konkurentů je samozřejmě nutné brát v úvahu. Neexistují jednoznačné překážky, které by novým konkurentům bránily vstupu na trh.

Hrozba nových výrobků

V oblasti nových výrobků je potřeba dívat se do budoucnosti a hledat další oblasti, kde by společnost mohla působit. Stále je nutné věnovat se narůstajícím požadavkům zákazníků na nová specifika kontejnerů a tím tak rozšiřovat své portfolio služeb. Tato oblast je ovlivněna i legislativními faktory.

Smluvní síla dodavatelů

Společnost XY a.s. má možnost výběru mezi dodavateli. Za léta své existence si vybudovala stabilní vztahy se svými dodavateli a celý řetězec dodávek materiálu je spolehlivý. Společnost vyjednává průběžné dodávky a šetří tak své skladové náklady. Z dobrých a dlouhodobých vztahů plyne i možnost vyjednání lepších platebních podmínek nebo možné vyjednání slevy.

Smluvní síla kupujících

Drtivá většina produkce společnosti směřuje do zahraničí. Vysoký podíl zákazníků se nachází v Německu (B2B a B2C). Speciální lodní kontejnery míří do Norska a Finska (B2B a B2C). Pouze okrajově vyrábí společnost pro zákazníky z České republiky. Dlouhodobé vztahy se zákazníky umožňují i zde vyjednat konkrétní podmínky pro jednotlivé odběratele.

5 HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S. POMOCÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ

Cílem diplomové práce je zhodnotit finanční výkonnost jednak pomocí klasických tak i pomocí moderních měřítek. Tato kapitola je věnována klasickým ukazatelům a využití finanční analýzy. Výsledky budou hodnoceny za pětileté období od roku 2009 do roku 2013 a budou srovnávány s výsledky finanční analýzy odvětví (CZ-NACE 25).

5.1 Ukazatele zisku

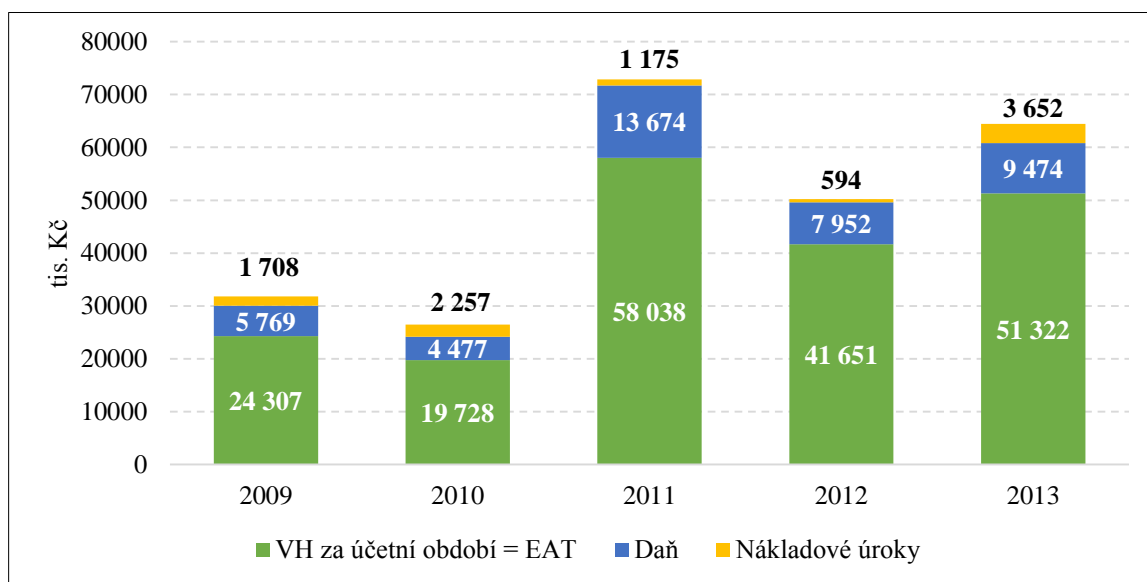
Jak ukazuje tabulka č. 6, na první pohled lze pozitivně hodnotit, že ve všech sledovaných letech dosáhla společnost XY a.s. kladného hospodářského výsledku. V tabulce je výsledek hospodaření členěn na provozní, finanční a mimořádný a VH hospodaření za účetní období. Následně je vypočten EBT, EBIT a EBITDA. Z tabulky jasně vyplývá, že nejvyššího zisku 58 038 tis. Kč dosáhla společnost v roce 2011, výše zisku převýšila o 194 % zisk z roku 2010, kdy naopak společnost vykázala zisk nejnižší. V roce 2009 poptávka po kontejnerech i vlivem začínající krize klesala, oživení přišlo až ve druhé polovině roku 2010 a to se projevilo na nižším zisku v tomto období. Na tak výrazný posun směrem nahoru mezi roky 2010-2011 měly jednoznačný vliv tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které se v roce 2011 zvýšily o 51 % proti předcházejícímu období. Příčinou tak velkého nárůstu byl enormní zájem zahraničních zákazníků o kontejnery zejména v druhém pololetí roku 2011. Poptávka byla tak vysoká, že zaměstnanci pracovali přesčas, společnost využívala kooperaci i s jinými firmami a i přes to nebyla schopna vyhovět absolutně všem požadavkům a to i stálým odběratelům.

Tab. 6 Vývoj zisku společnosti XY a.s. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní VH	36 194	26 838	69 396	49 716	55 205
Finanční VH	- 6 118	- 2 633	2 316	- 113	5 475
Mimořádný VH					116
VH za účetní období = EAT	24 307	19 728	58 038	41 651	51 322
Daň	5 769	4 477	13 674	7 952	9 474
EBT	30 076	24 205	71 712	49 603	60 680
Nákladové úroky	1 708	2 257	1 175	594	3 652
EBIT	31 784	26 462	72 887	50 197	64 332
Odpisy	8 029	8 219	7 829	11 037	11 309
EBITDA	39 813	34 681	80 716	61 234	75 641

V roce 2012 výroba poklesla, ale společnost přesto vykázala kladný hospodářský výsledek. Rok 2013 přinesl další pokles v tržbách za vlastní výrobky a služby, přesto byl zisk větší než v roce 2012. Společnost našla rezervy v hospodaření s materiálem a dalším důvodem bylo i oslabení kurzu české koruny vůči euru.

Na obrázku č. 2, zobrazujícího vývoj EBIT, je znázorněno kolik prostředků zůstává ve společnosti ve formě čistého zisku, kolik činí nákladové úroky připadající věřitelům a kolik ve formě daně náleží státu. Nejnižší část ve formě čistého zisku – 75 % připadla společnosti v roce 2010, naopak nejvyšší část v roce 2013 – 83 %. Část, která připadá státu, tedy daň, byla nejvyšší v roce 2011, což je pochopitelné z důvodu výše vykázaného hospodářského výsledku. Sazba daně z příjmu právnických osob byla v roce 2009 20 %, od roku 2010 je 19 %, tzn., že vliv měnící se sazby lze vyloučit. Z grafu dále vyplývá, že společnost odvádí jen velmi málo svým věřitelům ve formě nákladových úroků.



Obr. 2 Vývoj EBIT společnosti XY a.s. (vlastní zpracování)

5.2 Ukazatele cash flow

Tabulka č. 7 zobrazuje zkrácený výkaz cash flow, který se skládá z provozní, investiční a finanční části. Celková hodnota cash flow se v jednotlivých letech pohybovala jak v kladných tak i záporných hodnotách. **Provozní cash flow** bylo kromě roku 2010 a 2012 hlavním zdrojem peněžních prostředků společnosti. V roce 2010 bylo hlavním důvodem záporného CF z provozní činnosti výrazné zvýšení pohledávek a rovněž nižší výsledek hospodaření. V roce 2012 se na negativní hodnotě provozního cash flow opět podílelo zvýšení pohledávek

a zásob a dále snížení krátkodobých závazků. **Cash flow z investiční činnosti** je až na kritický rok 2010 vždy v kladných hodnotách a vypovídá o investičních aktivitách společnosti zejména v posledních třech letech analyzovaného období. Hodnoty **cash flow z finanční činnosti** jsou v jednotlivých letech značně rozdílné. Finanční cash flow nejvíce ovlivňovaly změny dlouhodobých závazků (rok 2012), dále zvýšení základního kapitálu v roce 2010 a velký vliv mělo zejména druhé zvýšení ZK v roce 2013 v rámci přeměny ze společnosti s ručením omezeným na společnost akciovou.

Tab. 7 Zkrácený výkaz cash flow. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Počáteční stav KFM	39 905	94 303	78 637	94 566	79 420
Provozní cash flow	74 763	- 1 959	65 518	-6 533	36 120
Cash flow z investic	-14 864	4 054	- 35 563	- 43 756	- 37 154
Finanční cash flow	- 5 501	- 17 761	- 14 026	35 143	- 26 743
Zvýšení/snížení KFM	54 398	- 15 666	15 929	- 15 146	- 27 777
Konečný stav KFM	94 303	78 637	94 566	79 420	51 643

5.3 Finanční analýza

V rámci finanční analýzy budou hodnoceny jednotlivé absolutní, rozdílové ukazatele. Dále budou vypočteny a porovnány jednotlivé skupiny ukazatelů, které se všeobecně označují jako poměrové, které budou dále porovnány s hodnotami odvětví (CZ-NACE 25). Společnost XY a.s. nevedla jinou společnost, kterou by považovala za přímého konkurenta pro porovnání prostřednictvím benchmarkingu a hodnoty budou tedy srovnány s výsledky za odvětví, které pravidelně každoročně zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

5.3.1 Absolutní ukazatele

Kapitola absolutní ukazatele je věnována analýze majetkové a finanční struktury společnosti XY a.s. a dále analýze nákladů a výnosů.

Analýza majetkové struktury

Podrobná horizontální a vertikální analýza rozvahy je uvedena v příloze P IV. V průběhu let je zřejmý růst bilanční sumy, která rostla konstantně o 9% tempem, kromě roku 2012, kdy se zvýšila o 19 %. Na celkových aktivech se podílí ve větší míře oběžný majetek, i když je patrný klesající trend. Zejména od roku 2012 se poměr mezi dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy vyrovnává a v roce 2013 je téměř shodný. Dlouhodobý nehmotný majetek je

vzhledem k celkové výši DM minimální a je tvořen zejména softwarem, jehož hodnota se postupně snižuje. Na celkové výši DM se nejvíce podílí dlouhodobý hmotný majetek, jehož celková suma se v roce 2013 zvýšila o celých 50 % proti roku 2009. Hodnota pozemků se od roku 2010 nezměnila. Značné investice jsou patrné ze zvyšující se hodnoty staveb a samostatných movitých věcí. V roce 2013 byly stavby a SMV odepsány ani ne z poloviny (cca ze 47 %), to potvrzuje, že společnost každoročně ve velké míře investovala do zařízení a budov. Z podrobnější analýzy jednotlivých položek plyne, že SMV jsou v roce 2013 z 60 % odepsány a stavby jsou odepsány pouze z 29 % pořizovací ceny. Společnost se kromě výroby věnuje v menší míře i zemědělské činnosti, tudíž nepatrnou část DHM tvoří i dospělá zvířata a jejich skupiny. V letech 2009-2011 nevidovala společnost žádný dlouhodobý finanční majetek. V roce 2012 ovšem emitovala dluhopisy, jejichž část má ještě ve vlastnictví. Podíl DFM na aktivech se tedy zvýšil na 15 %.

Podíl oběžného majetku na celkové bilanční sumě se od počátku analyzovaného období snížil v roce 2013 na 51 %. Velikost zásob se vzhledem k velikosti aktiv výrazně nemění a podílí se svou velikostí na bilanční sumě mezi jednotlivými roky téměř totožně. Je ovšem patrné, že v roce 2009 došlo k poklesu zásob proti předchozímu období a projevil se tak pokles výroby v tomto roce. V rámci zásob tvoří největší část materiál a nedokončené výrobky a polotovary, což vyplývá z výrobní charakteru společnosti. Jak již bylo zmíněno, věnuje se společnost i zemědělské výrobě a eviduje v rámci zásob i mladá a ostatní zvířata. Naopak zboží má nulovou hodnotu, protože se společnost nevěnuje obchodní činnosti. Dlouhodobé pohledávky jsou svou velikostí zanedbatelné, ovšem krátkodobé pohledávky se podílí výrazně na hodnotě aktiv. Velikost krátkodobých pohledávek je závislá na změnách hodnoty pohledávek z obchodních vztahů, která je během analyzovaného období velmi kolísavá, vyplývá z jednotlivých individuálních zakázek. Krátkodobý finanční majetek tvoří nepatrná hodnota hotovosti v pokladně, jinak je tvořen dostatečně velkými prostředky v bezhotovostní formě na bankovních účtech.

Analýza finanční struktury

Z analýzy finanční struktury je zřejmé, že společnost upřednostňuje financování vlastním kapitálem před cizím kapitálem. Podrobnější analýza změn ve finanční struktuře je uvedena v tabulce v příloze P IV. Vlastní kapitál se od roku 2011 podílí více než 70 % na celkové hodnotě pasiv. Pozornost je třeba věnovat základnímu kapitálu. Společnost zvýšila základní kapitál nejprve v roce 2010 a do roku 2012 neproběhla žádná změna. Poté došlo v roce 2013

ke zvýšení základního kapitálu, protože společnost změnila právní formu podnikání ze společnosti s ručením omezeným na akciovou společnost. V roce 2013 se tedy výrazně zvýšil podíl základního kapitálu na hodnotě vlastního kapitálu a tvoří 33 % hodnoty pasiv. Kapitálové fondy od roku 2013 nejsou tvořeny. Další významnou položkou je zákonný rezervní fond a nedělitelný fond. Ten se zvyšoval současně se zvýšením základního kapitálu společnosti. Jako společnost s ručením omezeným tvořila společnost zákonný rezervní fond ve výšce 10 % ZK, při přeměně na akciovou společnost tvořila 20 % ZK. Výraznou položkou v rámci vlastního kapitálu byly statutární a ostatní fondy, do roku 2012 tvořily přes 40 % hodnoty pasiv, v roce 2013 došlo ale ke snížení. Kolísavými hodnotami jsou výsledky hospodaření běžného účetního období, kterým se podrobně věnovala kapitola 5.1 Ukazatele zisku. Výsledek hospodaření minulých let tvořila společnost poprvé v roce 2012 po úspěšném roce 2011.

Podíl cizích zdrojů na celkových pasivech se snižuje. Rezervy společnost od roku 2010 již netvoří, naposled tvořila zákonnou rezervu v roce 2009 a následující rok ji vyčerpala. Na cizích zdrojích se výrazně od roku 2012, kdy společnost emitovala dluhopisy, které částečně ještě vlastní, podílí dlouhodobé cizí zdroje. Na krátkodobých závazcích se nejvíce podílí závazky z obchodních vztahů, výjimkou je rok 2009 a 2010, kdy společnost vykazovala vysokou hodnotu závazků k zaměstnancům. Dlouhodobé bankovní úvěry využívala společnost do roku 2012 a jejich velikost vzhledem k celkové bilanční sumě nebyla podstatná.

Analýza nákladů a výnosů

Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v příloze P V. Celkové náklady a výnosy mají podobný vývoj. V roce 2009 klesly výnosy o 23 %, náklady klesly o 21 %. Velmi pozitivně lze hodnotit rok 2011, kdy výnosy vzrostly o 51 % a náklady naopak jen o 39 %. Od roku 2011 celková suma výnosů i nákladů klesá. Obchodní marže společnosti je nulová, jelikož se nevěnuje obchodní činnosti. Na celkových výnosech se nejvíce podílí výkony společnosti, od roku 2010 se podílí na výnosech cca z 95 % a jedná se téměř z většiny o tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Jak již bylo zmíněno v kapitole 5.1 věnující se analýze zisku, klesly v roce 2009 tržby za vlastní výrobky a služby výrazným způsobem. Velký nárůst je na druhou stranu patrný mezi roky 2010 a 2011. Tržby za prodej dlouhodobého majetku a materiálu jsou vzhledem k velikosti celkových výnosů minimální, to platí i pro položky ostatních provozních výnosů. Vzhledem k tomu, že společnost směřuje svoje výrobky téměř všechny do zahraničí, hraje důležitou roli vývoj kurzu eura, což se odráží ve velikosti ostatních finančních výnosů. Během analyzovaného období docházelo k velkým

výkyvům kurzu EUR/CZK, kdy do poloviny roku 2008 koruna posilovala, poté vlivem krize postupně oslabovala, ale pohybovala se v konstantním rozmezí. Ke konci roku 2013 ji ovšem uměle Česká národní banka oslabila ještě více. Nejvíce z 11 % se ostatní finanční výnosy podílely na celkové sumě výnosů v roce 2009.

Na celkových nákladech se nejvíce podílí spotřeba materiálu a energie (v průměru ze 48 %) a služby (v průměru z 13 %), což naznačuje, že podnik je ryze výrobní a výroba je materiálově i energeticky náročná. Osobní náklady jsou tvořeny z velké části hlavně mzdovými náklady a s tím souvisejícími náklady na zdravotní pojištění a sociální zabezpečení. Mzdové náklady zaznamenaly největší pokles mezi roky 2008 a 2009, protože došlo k propuštění zaměstnanců kvůli snížení počtu zakázek. Nejvyšší mzdové náklady byly v nejúspěšnějším roce společnosti 2011 a v posledních dvou letech jsou konstantní. Významnou položkou, která se zejména v roce 2009 podílela z 11 % na výši celkových nákladů, jsou ostatní finanční náklady.

5.3.2 Rozdílové ukazatele

K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům se řadí čistý pracovní kapitál, který je rozdílem mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. ČPK ovlivňuje likviditu a pokud chce být společnost likvidní, musí udržovat určité množství volného kapitálu. Jinak řečeno musí existovat přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými cizími zdroji. Vývoj ČPK a podíl ČPK na oběžných aktivech u společnosti XY je znázorněn v následující tabulce č. 8.

Tab. 8 Rozdílové ukazatele. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
ČPK (v tis. Kč)	84 776	94 673	108 829	150 903	145 768
ČPK/OA	61,19 %	56,48 %	68,95 %	88,03 %	86,17 %

Z tabulky vyplývá, že společnost vždy vykázala kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu a byla by tak schopna krýt neočekávané závazky. Hodnota ČPK do roku 2012 každoročně rostla. V roce 2012 a 2013 je hodnota ČPK výrazně vyšší, protože proti předcházejícímu období klesly hodnoty krátkodobých cizích zdrojů. Hodnota ČPK tedy představuje tu část oběžného majetku, kterou společnost financuje dlouhodobým kapitálem. Společnost lze označit za solventní a díky kladnému ČPK má vytvořenou finanční rezervu.

5.3.3 Poměrové ukazatele

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability potvrzují dobré výsledky, a to že podnik je v celém analyzovaném období ziskový. **Rentabilita aktiv** neboli celkového kapitálu, která měří produkční sílu podniku, je vypočítána z EBIT, protože je tak odstraněn vliv zadlužení a daně. Výsledky ROA kopírují vývoj dosaženého zisku v jednotlivých letech, tedy že nejlepší hodnota ROA – 28,5 %, byla dosažena v roce 2011, nejnižší v roce 2010 – 11,19 %. Nicméně i přes mírně kolísavé výsledky, jsou dosažené hodnoty velmi pozitivní a lze konstatovat, že podnik využívá svá aktiva efektivně. **Rentabilita vlastního kapitálu** je naopak vypočítána z EAT. Výsledky vyjadřují výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku a měly by se pohybovat alespoň několik procent nad dlouhodobým průměrem úročení dlouhodobých vkladů. Výsledky ROE jsou rovněž ovlivněny výší zisku a nejlepší výsledky byly dosaženy v roce 2011. **Rentabilita tržeb** je vypočítána z EBIT a tržeb za vlastní výrobky a služby. Ukazatel vyjadřuje tzv. ziskovou marži, kolik zisku, v tomto případě EBIT připadá na 1 Kč tržeb. ROS hraje důležitou roli při hodnocení úspěšnosti společnosti. Nejlépe na tom byla společnost v roce 2013, kdy je hodnota ROS 19,88 %, společnost v tomto roce vykázala i přes nižší tržby relativně vysoký výsledek hospodaření. **Rentabilita úplatného kapitálu** ukazuje, že společnost dokáže zhodnotit cizí úročený kapitál více, než kolik činí placené úroky a využívá tedy cizí úročený kapitál efektivně.

Při porovnání s odvětvím, jehož hodnoty jsou rovněž uvedeny v tabulce, je jednoznačné, že společnost v oblasti rentabilit převyšuje odvětví a vykazuje lepší výsledky.

Tab. 9 Ukazatele rentability. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Společnost XY a.s.					
ROA	14,62 %	11,19 %	28,50 %	16,53 %	19,43 %
ROE	16,66 %	13,10 %	29,55 %	19,20 %	21,03 %
ROS	11,31 %	8,67 %	15,76 %	14,64 %	19,88 %
ROCE	20,49 %	16,86 %	36,45 %	23,06 %	26,37 %
Odvětví					
ROA	6,39 %	5,82 %	5,95 %	8,84 %	8,05 %
ROE	8,85 %	8,19 %	8,32 %	13,47 %	11,38 %
ROS	6,88 %	6,15 %	5,69 %	8,27 %	7,33 %
ROCE	9,92 %	9,63 %	9,82 %	14,30 %	13,33 %

Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje, zda je společnost schopna dostát svým závazkům. Jak vyplývá z dosažených výsledků uvedených v tabulce č. 10, nemá společnost problémy své závazky uhradit. **Běžná likvidita** ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje podniku. Doporučená hodnota je 1,5-2,5. V roce 2009 a 2011 nepřekračovaly hodnoty zásadním způsobem doporučené hodnoty ani průměrné hodnoty odvětví. Rok 2010 byl v případě běžné likvidity v rámci doporučených hodnot. Z hlediska časového vývoje je ale patrný nárůst hodnot všech ukazatelů likvidity v posledních dvou analyzovaných letech, z důvodu snížení krátkodobých cizích závazků. **Okamžitá likvidita** se pohybuje nad doporučenými hodnotami (1-1,5) i nad průměrem odvětví, stejně tak **hotovostní likvidita**, jejíž doporučené hodnoty jsou uvedeny v rozmezí 0,2-0,5. Ve společnosti je patrný převis oběžných aktiv a dle hodnocení likvidity, by měla v roce 2013 a 2013 využít své volné peněžní prostředky lépe. Vysoká likvidita znamená schopnost splatit své závazky a to je podmíněno dostatečně vysokým množstvím oběžných prostředků (hotovost, peněžní prostředky na běžném účtu, pohledávky). Pokud by společnost držela příliš mnoho tohoto druhu majetku, ze kterého neplynou téměř žádné výnosy, došlo by ke snižování volného kapitálu a ke snížení rentability. Rentabilita, která je hodnocena v předcházející kapitole, ale v letech 2012 a 2013 neklesala, nelze tedy vyšší hodnoty likvidity v tomto období hodnotit ze zásady negativně z důvodu, že nesplňují hodnoty uváděné v odborné literatuře.

Odvětví naopak splňuje doporučované hodnoty u všech typů výpočtu likvidity, a to naprosto v každém analyzovaném období. Při bližším pohledu na výsledky odvětví, je však patrné, že se hodnoty pohybují vždy u spodní hranice doporučeného rozpětí.

Tab. 10 Ukazatele likvidity. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Společnost XY a.s.					
Běžná likvidita	2,58	2,30	3,22	8,35	7,23
Pohotová likvidita	2,25	1,95	2,62	6,38	5,21
Hotovostní likvidita	1,75	1,08	1,93	3,87	2,21
Odvětví					
Běžná likvidita	1,75	1,71	1,64	1,73	1,72
Pohotová likvidita	1,12	1,10	1,00	1,08	1,16
Hotovostní likvidita	0,32	0,32	0,26	0,22	0,24

Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Základním ukazatelem zadluženosti je **celková zadluženost**. Určitá výše dluhu může mít pozitivní vliv. I zde se setkáme v odborné literatuře s doporučenými výsledky, které se u celkové zadluženosti pohybují v rozmezí 30-60 %. Společnost toto kritérium splňuje jen v roce 2009 a 2010, ovšem stejně jako jinde, je třeba brát doporučení s rezervou. Společnost není závislá na dlouhodobých bankovních úvěrech a je schopna vytvořit si dostatek finančních prostředků. V odvětví je naopak celková zadluženost mnohem větší, pohybuje se okolo 50 % po celé analyzované období. Jak ukazuje **míra zadluženosti**, jejíž hodnoty jsou menší než 1, společnost využívá více vlastní kapitál. Hodnota cizích zdrojů se sice každoročně zvyšuje, ale to samé platí i pro vlastní kapitál. U odvětví je situace opačná, to znamená, že pro firmy v odvětví je například obtížnější získat nový úvěr od banky – jsou rizikovější. **Úrokové krytí** objasňuje výši zadluženosti pomocí schopnosti splácet úroky. Hodnoty úrokového krytí převyšují velkým rozdílem hodnotu 1. To znamená, že společnost v každém roce vytvořila zisk, který je dostatečně vysoký pro splacení úroků věřitelům, daní státu a navíc je dostačující ve formě čistého zisku pro vlastníky. Odvětví vykazuje nižší hodnoty ukazatele, nicméně se pohybují nad doporučenou hodnotou 5. Dále je důležité posoudit z hlediska finanční a majetkové struktury, zda je dlouhodobý majetek kryt dlouhodobými zdroji. Jinými slovy zda společnost splňuje tzv. **zlaté pravidlo financování**. Z výsledků v tabulce vyplývá, že společnost stejně jako odvětví tuto skutečnost splňuje. Společnost je schopna svůj majetek krýt i vlastním kapitálem, což utvrzuje předpoklad finanční stability.

Tab. 11 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Společnost XY a.s.					
Celková zadluženost	31,96 %	35,81 %	23,03 %	28,54 %	26,31 %
Míra zadluženosti	0,48	0,56	0,30	0,40	0,36
Úrokové krytí	18,61	11,72	62,03	84,51	17,62
Krytí DM vlastním kapitálem	1,88	2,20	2,02	1,65	1,52
Krytí DM dlouhodobými zdroji	2,06	2,37	2,12	2,15	1,91
Odvětví					
Celková zadluženost	50,97 %	51,63 %	52,18 %	50,00 %	49,92 %
Míra zadluženosti	1,08	1,13	1,16	0,50	1,04
Úrokové krytí	7,64	8,58	6,34	12,85	7,51
Krytí DM vlastním kapitálem	1,01	1,02	1,02	2,28	1,09
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,41	1,41	1,39	2,65	1,45

Ukazatele aktivity

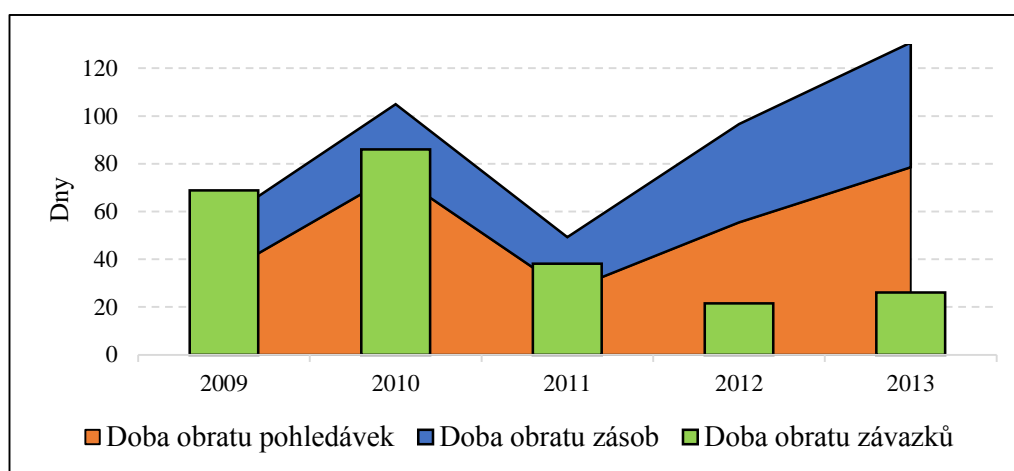
Ukazatele aktivity měří schopnost společnosti využívat vložené prostředky. Vyšší obrat majetku všeobecně zlepšuje rentabilitu, protože pro dosažení tržeb není nutná tak vysoká úroveň majetku a zdrojů financování. U **obratu aktiv** platí, že čím větší je hodnota ukazatele, tím lépe. Doporučené hodnota ukazatele je alespoň 1, tuto podmínku společnost, i když jen těsně, nesplňuje v roce 2013. Na druhou stranu jsou výsledky víceméně v rovnováze po celé analyzované období a nedochází zde k výrazným výkyvům. V roce 2013 se zvýšila hodnota dlouhodobého majetku, ale tržby za vlastní výrobky a služby se naopak proti předchozímu období snižovaly. Na základě výsledků lze konstatovat, že společnost svůj majetek v letech 2009–2010 využívala efektivně. Odvětví je na tom podobně jako společnost XY, hodnoty ukazatele se pohybují buďto mírně pod doporučenou hodnotou, nebo ji naopak mírně překračují. **Doba obratu zásob** udává jaký čas je potřeba k tomu, aby peněžní prostředky přešly přes výrobu zpět do formy peněz. Z hlediska vývoje se společnost během období, s výjimkou roku 2011, postupně zhoršovala. V porovnání s odvětvím je na tom společnost lépe, přiblížila se mu pouze v roce 2013, kdy byla doba obratu zásob nejvyšší, naopak odvětví vykázalo v roce 2013 hodnoty nejlepší během období 5 let. **Rychlost obratu zásob** tyto výsledky potvrzuje. V roce 2011 byly tržby za výrobky a služby nejvyšší, v roce 2009 byly tržby sice výrazně nižší, to platí ale i pro hodnotu zásob. Společnost tedy v roce 2009 a 2011 zhruba patnáctkrát přeměnila zásoby na tržby.

Tab. 12 Ukazatele aktivity. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Společnost XY a.s.					
Obrat celkových aktiv (rychlost)	1,29	1,29	1,81	1,13	0,98
Obrat zásob (rychlost)	15,96	12,26	15,97	8,74	6,90
Doba obratu zásob (dny)	22,55	29,36	22,54	41,19	52,20
Doba obratu pohledávek (dny)	34,14	75,57	26,71	55,42	78,51
Doba obratu závazků (dny)	68,90	86,02	38,14	21,55	26,02
Odvětví					
Obrat celkových aktiv (rychlost)	0,93	0,95	1,05	1,07	1,10
Obrat zásob (rychlost)	4,91	4,93	4,86	5,11	6,20
Doba obratu zásob (dny)	73,25	72,98	74,02	70,41	58,07
Doba obratu pohledávek (dny)	92,18	94,25	86,38	92,76	97,16
Doba obratu závazků (dny)	84,78	91,74	84,42	83,48	84,35

Doba obratu pohledávek je u společnosti, i přes značně rozkolísané hodnoty, vždy nižší než u odvětví. Společnost tedy dostává své pohledávky zaplacené dříve než je tomu v průměru u odvětví. Nejlépe na tom byla společnost v roce 2011, kdy byla doba obratu pohledávek jen 26 dnů, jinak jsou hodnoty velmi kolísavé. Doba obratu pohledávek je z důvodu srovnatelnosti s analýzou odvětví Ministerstva průmyslu a obchodu počítána i z dlouhodobých pohledávek (MPO nerozlišuje dlouhodobé a krátkodobé pohledávky). Nicméně hodnota dlouhodobých pohledávek je u společnosti nízká a výsledky výrazně neovlivňuje. Z výsledků všeobecně vyplývá, že doba od okamžiku prodeje na obchodní úvěr do obdržení platby od odběratelů se výrazně zvyšuje. **Doba obratu závazků** by měla dosáhnout alespoň hodnoty doby obratu pohledávek, což společnost splňuje jen první tři analyzované roky. Odvětví tuto skutečnost nespĺňuje v žádném roce.

Pro hodnocení doby obratu pohledávek a závazků, je nejlepší posuzovat tyto dva ukazatele společně. Lze tak vyjádřit časový nesoulad od vzniku pohledávky do doby jejího inkasa a od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Vzájemné srovnání ukazatelů je zobrazeno na následujícím obrázku.



Obr. 3 Srovnání doby obratu pohledávek, zásob a závazků. (Vlastní zpracování)

Jestliže je doba obratu závazků větší než součet doby obratu zásob a pohledávek, financují dodavatelské úvěry pohledávky i zásoby, což je považováno za pozitivum. Tuto situaci společnost splňovala pouze v roce 2009. V roce 2010 a 2011 lze pozitivně hodnotit fakt, že doba obratu závazků převyšuje alespoň dobu obratu pohledávek. Zcela opačný stav nastal v posledních dvou letech. Doba obratu závazků se rapidně snížila.

5.3.4 Analýza soustav ukazatelů

Pro usnadnění a zpřehlednění analýzy je možné některé ukazatele rozkládat a vytvářet paralelní nebo pyramidové soustavy. V následující části textu bude detailněji rozebrána rentabilita vlastního kapitálu, jelikož na ni působí řada činitelů.

Paralelní rozklad rentability vlastního kapitálu

Společnost zhodnotila vlastní kapitál ve všech letech. V následující tabulce č. 13 jsou činitelé, které ovlivňují ROE. Na první pohled lze kladně hodnotit, že žádný ukazatel nepůsobil na ROE negativně. V roce 2009 a 2010 je ROE nejnižší, to je ovlivněno zejména ziskovou marží, která je v tomto období nízká především z důvodu nižšího zisku. Pozitivně ovlivňuje ROE v roce 2009 a 2010 finanční páka. V roce 2011 společnost dosáhla nejvyšší hodnoty rentability vlastního kapitálu, proti předchozímu roku 2010 se o 94 % zvýšila zisková marže. Tentokrát nejvíce ovlivňoval ROE obrat celkových aktiv, poté až finanční páka. V roce 2012 zůstala zisková marže téměř na stejné hodnotě, naopak kleslo působení finanční páky i obratu celkových aktiv, a tudíž došlo ke snížení ROE. Rok 2013 přinesl opět zvýšení ROE na 21,03 %. V tomto roce ROE pozitivně ovlivnilo zvýšení ziskové marže, naopak finanční páka a obrat celkových aktiv klesaly.

Tab. 13 Paralelní rozklad ROE. (Vlastní zpracování)

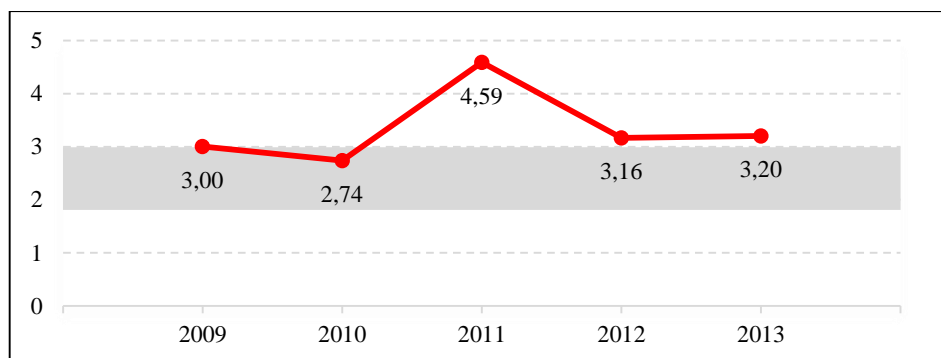
	2009	2010	2011	2012	2013
ČZ/EBT (daňová redukce zisku)	0,81	0,82	0,81	0,84	0,85
EBT/EBIT (úroková redukce zisku)	0,95	0,91	0,98	0,99	0,94
EBIT/T (provozní ziskovost tržeb)	0,11	0,09	0,16	0,15	0,20
T/A (obrat celkových aktiv)	1,29	1,29	1,81	1,13	0,98
A/VK (finanční páka)	1,49	1,57	1,30	1,40	1,36
ROE	16,66 %	13,10 %	29,55 %	19,20 %	21,03 %

Pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu.

V příloze Diplomové práce č. VI je zobrazen také pyramidový rozklad ROE, který je vhodný pro hlubší analýzu činitelů ovlivňujících finanční páku a ziskovou marži. V pyramidovém rozkladu byla zisková marže a obrat celkových aktiv počítán z celkových výnosů a nikoliv z tržeb za vlastní výrobky a služby jako v paralelním rozkladu ROE. V pyramidovém rozkladu je vidět, že nejvíce ROE ovlivňuje zisková marže, která se proti roku 2009 zvýšila v roce 2013 o 90 %. Dále je patrné, že se snižují výnosy na 1 Kč aktiv – obrat aktiv. Ukazatel finanční páky se nemění tak výrazným způsobem jako zisková marže.

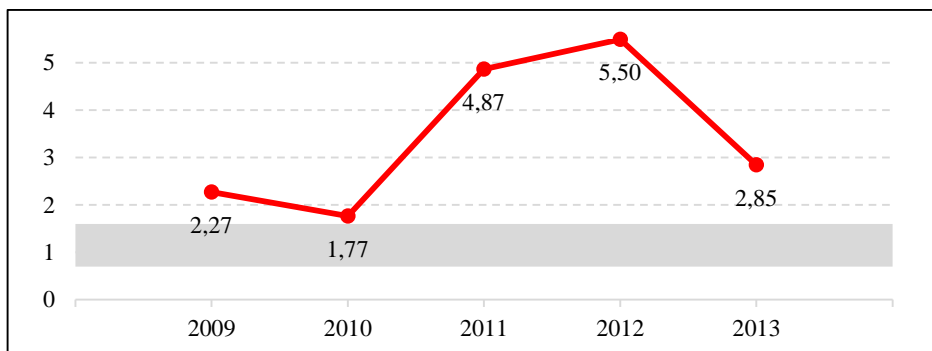
5.3.5 Souhrnné ukazatele – bankrotní a bonitní modely

Altmanův model, nazývaný rovněž Z-skóre, byl vypočítán vzorcem upraveným pro české podniky dle Růčkové (s. 129, 2010). Celý postup výpočtu je zobrazen v příloze č. VII. Jak zobrazuje následující graf, hodnota Z-skóre vyšší než 2,99 označuje společnost jako stabilní. Z-skóre v rozmezí hodnot 1,81 až 2,99 značí, že společnost se nachází v nevyhraněné finanční situaci (šedé zóně), pokud by výsledek klesl pod hodnotu 1,81, hrozí společnosti bankrot. Konkrétní výsledky společnosti XY a.s., které zobrazuje graf, potvrzují předchozí analýzy. Z hlediska Altmanova modelu byla společnost neúspěšnější v roce 2011. Pouze v roce 2010 sklouzla společnost do tzv. šedé zóny, která značí nevyhraněnou finanční situaci, kde společnost netvoří hodnotu, ovšem ani jí nehrozí bankrot. V letech 2009, 2012 a 2013 se výsledky pohybovaly mírně nad hranicí šedé zóny.



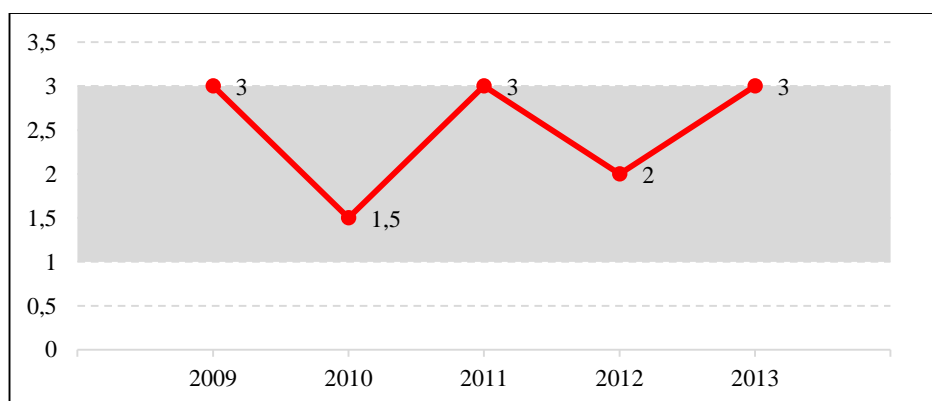
Obr. 4 Vývoj Altmanova modelu. (Vlastní zpracování)

Druhým modelem je **index IN05**, který aktualizuje předchozí model manželů Neumaierových index IN01 (s. 99, 2002). Postup výpočtu modelu je zobrazen v příloze. Z grafu opět vyplývá, že pokud je hodnota IN01 větší než 1,6 společnost tvoří hodnotu, pokud je menší než 0,9, společnost spěje k bankrotu, v rozmezí 0,9 až 1,6 je šedá zóna. Index IN05 potvrdil výsledky Altmanova modelu, tedy, že nejméně úspěšná byla společnost v roce 2010. Nicméně ani v tomto roce se společnost nedostala do šedé zóny. Na rozdíl od Z-skóre, největší hodnota indexu IN05 byla dosažena v roce 2012. V modelu IN01 je počítáno i s nákladovými úroky, které hodnotu indexu v roce 2011 ovlivnily nejvíce. Nákladové úroky jsou v roce 2012 nejmenší a podíl EBIT/NÚ dosáhl nejvyšší hodnoty.



Obr. 5 Vývoj indexu IN05. (Vlastní zpracování)

Kralickův Quicktest je složen celkem ze čtyř rovnic. První dvě rovnice hodnotí tzv. finanční situaci v podniku, třetí a čtvrtá rovnice hodnotí výnosovou situaci. Výsledky jednotlivých rovnic jsou ohodnoceny příslušnými body a následně je z dosažených bodů vypočítán celkový výsledek Kralickova Quicktestu. Kritéria hodnocení a samotný postup výpočtu je uveden v příloze č. VII a postupováno bylo dle Dluhošové (2008, s. 93). Dle dosažených výsledků neměla společnost potíže v hospodaření v žádném období. Pokud se hodnoty pohybují v intervalu 1 – 3 nachází se společnost v šedé zóně a právě do tohoto intervalu spadají výsledky jednotlivých let. Z výsledků tedy opět plyne, že nejkrizovější byl rok 2010, naopak v roce 2009, 2011 a 2013 dosahují výsledné hodnoty testu hranice mezi šedou zónou a zónou značící bonitu.

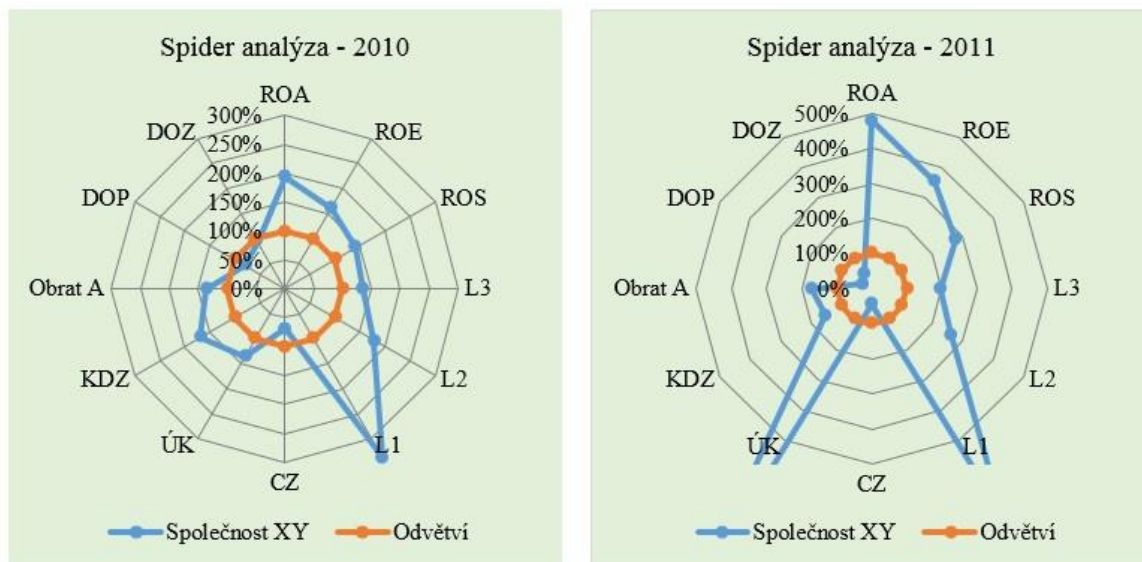


Obr. 6 Vývoj výsledků Kralickova Quicktestu. (Vlastní zpracování)

5.3.6 Spider analýza

Spider analýza je znázornění vybraných základních poměrových ukazatelů v paprskovém grafu a jejich srovnání s odvětvím. Následující obrázek č. 7 obsahuje dva paprskové grafy, znázorňující porovnání společnosti XY s odvětvím v roce 2010 a 2011, přičemž výsledky

odvětví jsou zobrazeny jako 100 %. Toto období bylo pro srovnání vybráno, jelikož z předchozích analýz se jeví rok 2010 jako nejméně úspěšný z hlediska tvorby zisku a výše rentability, naopak rok 2011 se jeví jako nejúspěšnější v rámci sledovaného období.



Obr. 7 Porovnání vybraných poměrových ukazatelů prostřednictvím Spider analýzy.

(Vlastní zpracování)

Z obrázku je patrné, že v oblasti rentability je společnost XY proti odvětví velmi úspěšná a převýšila ho i v nejslabším roce 2010. V roce 2011 je rozdíl v hodnotách rentability společnosti a odvětví mnohem markantnější. Likvidita se u odvětví pohybuje v rámci doporučených hodnot, které naopak společnost nesplňuje a lze vidět, že zejména hotovostní likvidita (prvního stupně) dosahuje mnohem vyšších hodnot, navíc se zvyšuje. V oblasti zadluženosti, konkrétně celkové (CZ), je patrné, že společnost využívá méně cizích zdrojů, než je tomu v průměru u odvětví. Velký rozdíl nastal v roce 2011 v hodnotě úrokového krytí, která je u společnosti mnohonásobně větší. Dále je vidět, že na rozdíl od odvětví společnost kryje svůj dlouhodobý majetek dlouhodobými zdroji (KDZ) ve větší míře – je více konzervativní v oblasti financování. V obou letech využívala společnost svůj majetek lépe než odvětví, což zobrazuje obrat aktiv. Doba obratu pohledávek a závazků společnosti je menší než u odvětví, navíc v roce 2011 oba ukazatele klesly, což lze u doby obratu závazků hodnotit negativně.

5.3.7 Ekonomická přidaná hodnota – účetní model

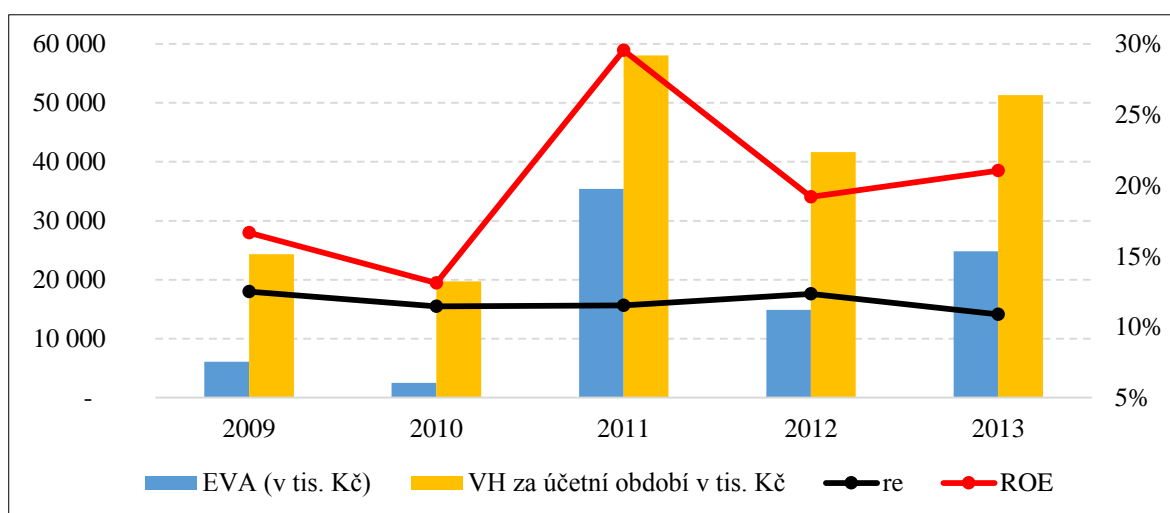
Z účetních neupravených dat lze vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu například dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu, která vychází z modelu INFA manželů Neumaierových (s. 142-148, 2002). Postup výpočtu je uveden v následující tabulce č.14. Nejprve

je potřeba stanovit alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e) a poté lze vypočítat účetní ekonomickou přidanou hodnotu. Jelikož výpočet je proveden z účetních dat, musí být brány výsledky jako orientační. Při porovnání s odvětvím, jehož výsledky výpočtu EVA jsou uvedeny v příloze č. VIII, je patrné, že náklady na vlastní kapitál společnosti jsou menší, než je tomu v průměru u odvětví. Odvětví navíc v žádném roce nevytvořilo kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, patrný je alespoň rostoucí trend ukazatele do roku 2012, ovšem v roce 2013 opět dochází k poklesu.

Tab. 14 Výpočet EVA z účetních dat. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
r_f	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %
$r_{FINSTAB}$	0,00 %	0,18 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
r_{LA}	4,81 %	4,81 %	4,66 %	4,41 %	4,32 %
r_{POD}	3,00 %	2,74 %	3,06 %	3,09 %	3,12 %
$r_{FINTSTR}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2,52 %	1,17 %
r_e	12,48 %	11,44 %	11,51 %	12,33 %	10,87 %
ROE	16,66 %	13,10 %	29,55 %	19,20 %	21,03 %
VK (tis. Kč)	145 909	150 571	196 423	216 966	243 985
EVA (v tis. Kč)	6 098	2 503	35 430	14 902	24 789

Dle výsledků, které jsou rovněž zobrazeny i v grafu (obrázek č. 8), lze velmi pozitivně hodnotit, že účetní ekonomická přidaná hodnota je vždy kladná.



Obr. 8 Vývoj účetní EVA a dalších vybraných ukazatelů. (Vlastní zpracování)

Společnost přispěla svou činností k tvorbě hodnoty pro své vlastníky. EVA kopíruje vývoj čistého zisku a potvrzuje dosavadní finanční hodnocení výkonnosti společnosti. Celkově přispěla společnost svými aktivitami k tvorbě hodnoty nejvíce v roce 2013 a nejméně v roce 2010. V grafu jsou dále zobrazeny náklady na vlastní kapitál a ROE. I přes nejvyšší náklady na vlastní kapitál v roce 2010 byla EVA nejvyšší. Zejména díky velmi vysoké rentabilitě vlastního kapitálu dosáhla v roce 2011 EVA tak vysokých hodnot.

6 PROJEKT HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S. POMOCÍ MODERNÍCH MĚŘÍTEK

V teoretické části Diplomové práce byly popsány tzv. moderní ukazatele pro hodnocení finanční výkonnosti podniku a vybrané z nich budou v následujících kapitolách vypočítány. Z popsaných moderních ukazatelů byly vybrány EVA, RONA, CFROI, CROGA a CVA.

6.1 Hodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele EVA

Účetní model EVA byl již vypočítán v předchozí kapitole 5.3.7, tato kapitola je věnována moderním měřítkům a zabývá se tedy ekonomickým modelem EVA, který vychází z upravených vstupních dat. Pro výpočet je nezbytné vymezit NOA, NOPAT (které se získají úpravou účetních dat v rozvaze a VZZ) a WACC.

6.1.1 Vymezení NOA

Při vymezení NOA bude postupováno tzv. majetkovým způsobem – z rozvahy. Nejprve budou aktivovány položky, které nejsou v rozvaze zachyceny, dále se vyčlení neoperativní aktiva a poté je nutné snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Aktivace položek

Do této kategorie se řadí **leasing**, který není vykázán v rozvaze a je zachycen pouze podrozvahově. Společnost jej využívala více v minulosti a v analyzovaném období splatila poslední splátky v roce 2010 a od té doby již leasing nevyužívá. Přesto je nutné v roce 2009 budoucí leasingovou platbu přepočítat na současnou hodnotu a aktivovat. V roce 2010 splatila společnost poslední splátku a uvedená hodnota pro ni představovala k 31.12.2009 závazek, který není součástí pasiv v rozvaze podniku a ani není součástí aktiv. Pro převedení celkové budoucí splátky na současnou hodnotu je počítáno s diskontní mírou 5,07 % pro rok 2009, 4,95 % pro rok 2008 a 4,68 % pro rok 2007, které jsou stanoveny alternativním způsobem založeným na tržních datech. Výše leasingových splátek byla od 31.12.2010 nulová a tudíž už není nutné počítat vyšší současné hodnoty budoucích leasingových splátek pro rok 2010-2013. Výpočet úrokové míry je uveden v kapitole věnující se stanovení WACC. Protože je analyzováno období 2009-2010 je podstatná částka za rok 2009, nicméně pro stanovení úroků z leasingu pro úpravu NOPAT v další části práce, je nutné znát i současnou hodnotu budoucích splátek pro rok 2007 a pro rok 2008.

Tab. 15 Aktivace leasingu v roce 2007 až 2009 na současnou hodnotu. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	2010-2013
Zbývá doplatit v tis. Kč				
Automobil	63,48	-	-	-
Ohraňovací lis	3 267,37	1 525,32	748,06	-
Tahač 1	2 040,47	1 352,03	663,59	-
Tahač 2	1 856,19	1 229,94	603,66	-
Celkem	7 227,51	4 107,30	2 015,31	-
Aktivace leasingu	12 399,39	5 754,06	1 918,07	-

Dále budu aktivovány náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky. Společnost XY a.s. se nevěnuje výzkumu a vývoji, na druhou stranu si zakládá na vzdělávání a zvyšování znalostí svých zaměstnanců. Zlepšování jazykových, manažerských a mnoha dalších odborných znalostí je nezbytných pro rozvoj společnosti a posílení postavení na trhu. Prostředky čerpala společnost v rámci projektu pro vzdělávání z dotací, ale každoročně vynakládala část prostředků i ze svých zdrojů. Proto je nutné aktivovat tyto náklady a přičíst je ke konci každého roku k hodnotě dlouhodobého nehmotného majetku a v té samé výši zvýšit na straně pasiv ekvivalenty vlastního kapitálu. Poté se z původně vykazovaného výsledku hospodaření vyjmou náklady v původní výši a namísto něj se vezmou v úvahu odpisy odpovídající danému roku. Jednotlivé náklady vynaložené v daných letech jsou zobrazeny v tabulce. Odpisy byly stanoveny na 3 roky.

Tab. 16 Aktivace nákladů na vzdělávání v tis. Kč. (Vlastní zpracování)

Vzdělávání zaměstnanců	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Náklad v daném roce	-	-	150,92	164,05	162,08	299,12
Celkem odpisy	-	-	50,31	104,99	159,02	208,42
Náklady kumulovaně	-	-	150,92	314,97	477,05	776,18
Odpisy kumulovaně	-	-	50,31	155,30	314,32	522,73
Aktivované náklady	-	-	100,61	159,67	162,74	253,44
Úprava NOPAT	-	-	100,61	59,06	3,06	90,70

Vyčlenění neoperativních aktiv

V tomto kroku je nutné posoudit **nedokončené investice**, které zatím netvoří užitky a nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření. Společnost XY a.s. vykazuje nedokončený dlouhodobý hmotný majetek ve výši zobrazené v tabulce. Účetní hodnotu těchto nedokončených investic je tedy třeba vyloučit.

Tab. 17 Vývoj nedokončených investic. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nedokončený DHM	5 108	311	890	194	1 047	23 206
Nedokončený DNM	-	-	-	-	-	-
Celkem	5 108	311	890	194	1 047	23 206

Vyloučen bude i dlouhodobý finanční majetek. Jak uvádí odborná literatura, kritériem pro vyloučení nebo ponechání je účel investice. Jestli mají investice charakter propojení podniků apod. je vhodné je v NOA ponechat, pokud mají portfoliový charakter, je vhodné investice vyloučit. Společnost emitovala v roce 2012 dluhopisy v hodnotě 60 000 tis. Kč, ale současně část dluhopisů v hodnotě 45 000 tis. Kč vlastní a v roce 2012 a 2013 je vykazuje v dlouhodobém finančním majetku.

Tab. 18 Vyloučení DFM. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	-	-	-	-	45 000	45 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	630	410
Celkem	-	-	-	-	45 630	45 410

Vzhledem k tomu, že se společnost v rámci vedlejší činnosti věnuje i zemědělské výrobě, která se na tvorbě hospodářského výsledku podílí z 1 %, bude vyčleněna část dlouhodobého hmotného majetku a zásob. V DHM je nutné vyloučit celou položku dospělá zvířata a jejich skupiny, dále část hodnoty pozemků, staveb a samostatných movitých věcí (na základě kvalifikovaného odhadu dojde k vyloučení 1 % z hodnoty v rozvaze). V oběžném majetku došlo k vyčlenění položky mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny a části materiálu.

Tab. 19 Vyloučení zemědělské výroby. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dospělá zvířata a jejich skupiny	435	611	464	410	460	586
Mladá a ostatní zvířata	497	500	554	803	729	698
Pozemky	30	30	30	30	30	30
Stavby	345	492	417	572	482	524
SMV	253	233	221	358	327	359
Materiál	185	146	193	208	234	238
Celkem	1 746	2 012	1 878	2 381	2 263	2 435

Vyčlenění neúročeného cizího kapitálu

Tento krok obsahuje vyloučení částek pasiv, které nenesou náklad. Vyloučeny jsou dlouhodobé neúročené závazky (konkrétně se jedná o odložený daňový závazek a část emitovaných dluhopisů, které má společnost stále v majetku), krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv (výnosy příštích období). Dále je možné vyloučit rezervy, doporučeno je vyloučit ty rezervy, které mají charakter skutečných závazků. Společnost XY a.s. tvořila zákonnou rezervu naposled v roce 2009 a protože se nejednalo o skutečný závazek, není tato rezerva vyčleněna.

Tab. 20 Vývoj neúročeného cizího kapitálu. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobé závazky neúročené	4 766	5 218	5 355	6 347	50 430	48 706
Krátkodobé závazky	55 500	53 766	72 946	49 007	20 519	23 391
Časové rozlišení pasiv	-	1 959	1 200	441	-	-
Celkem	60 266	60 943	79 501	55 795	70 949	72 097

Souhrn již výše zmíněných změn je zobrazen v tabulce č. 21. Konkrétně byla upravena položka DNM o leasing, z DHM byla vyloučena část aktiv ze zemědělské výroby, DFM byl vyloučen celý. V zásobách došlo k vyloučení části materiálu a mladých a ostatních zvířat. Vyčleněny byly neúročené závazky a v důsledku těchto úprav byla získána čistá operativní aktiva.

Tab. 21 Vymezení NOA v jednotlivých letech. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DM	75 766	81 817	68 400	95 735	83 591	90 990
DNM	1 172	1 296	425	681	458	636
DHM	74 594	805 21	67 975	95 054	83 133	90 353
DFM	0	0	0	0	0	0
ČPK	68 399	78 010	87 802	101 821	100 314	97 198
Zásoby	21 324	16 952	24 151	27 944	38 265	45 996
Pohledávky	65 644	26 641	64 084	34 315	52 774	70 584
KFM	39 905	94 303	78 637	94 566	79 420	51 643
Časové rozlišení	1 792	1 057	431	791	804	1 072
(-) Neúročené závazky	60 266	60 943	79 501	55 795	70 949	72 097
NOA	144 165	159 827	156 202	197 555	183 905	188 188

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné znát WACC, které se počítají z nové kapitálové struktury. Z toho důvodu je dále uvedena tabulka zobrazující vymezení kapitálu v jednotlivých letech.

Tab. 22 Vymezení kapitálu v jednotlivých letech. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál	117 869	143 586	147 904	194 007	168 189	173 188
Základní kapitál	2130	2 130	5 400	5 400	5 400	108 000
Kapitálové fondy	176	176	176	176	176	0
Rezervní fondy, ...	95 098	119 296	125 267	132 809	132 901	51 235
VH minulých let	0	0	0	0	36 838	33 428
VH běžného účetního období	27 319	24 307	19 728	58 038	41 651	51 322
Ekvivalenty VK	- 6 854	- 2 323	- 2 667	- 2 416	- 48 777	- 70 797
Cizí zdroje	26 295	16 241	8 298	3 548	15 716	15 000
Rezervy	1 852	1 275	0	0	0	0
Dluhopisy	0	0	0	0	15 000	15 000
Bankovní úvěry a výpomoci	12 044	9 212	6 380	3 548	716	0
Leasing	12 399	5 754	1 918	0	0	0
Kapitál celkem	144 165	159 827	156 202	197 555	183 905	188 188

6.1.2 Vymezení NOPAT

Při výpočtu NOPAT je zásadou dosáhnout symetrie mezi NOPAT a NOA. Výpočet NOPAT vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním, který bude pozměněn několika úpravami na tzv. operativní čistý zisk.

Nejprve dojde k **vyloučení placených nákladových úroků** (které jsou zobrazeny v rozvaze) a to včetně leasingových (které je nutné vypočítat), tím že se přičtou zpět k výsledku hospodaření. Výše leasingových úroků se zjistí tak, že se vynásobí úroková míra a výše leasingového závazků na začátku období. To znamená, že úrokový náklad z leasingu se projeví i v roce 2010, protože na začátku tohoto roku ještě nebyly leasingové splátky nulové. Úroková míra je stanovena alternativním způsobem na tržních datech a je totožná s mírou, která byla použita k přepočtu leasingových splátek na současnou hodnotu v předešlé kapitole.

Tab. 23 Vývoj nákladových úroků. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky z rozvahy	1543	1 708	2 257	1 175	594	3 652
Nákladové úroky leasing	564	292	85	-	-	-
Celkem	2 107	2 000	2 342	1 175	594	3 652

Do úprav NOPAT je vhodné zahrnout i **vyloučení mimořádných položek**, které se již nebudou opakovat. V případě společnosti se vyloučí výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku, který se vyčíslí rozdílem mezi tržbami za jeho prodej a zůstatkovou cenou. Dále je nutné zahrnout i vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví u výpočtu NOA (vyloučení zemědělské činnosti). V případě společnosti XY a.s. dojde k vyloučení hospodářského výsledku za zemědělskou výrobu (1 % z hospodářského výsledku před zdaněním).

Tab. 24 Vyloučení VH za mimořádnou činnost a zemědělskou výrobu. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VH z prodeje DM	376	243	29	3 385	2 213	1 026
VH zemědělská výroba	344	301	242	717	496	607
Celkem	720	544	271	4 102	2 709	1 633

Poslední úpravou NOPAT je promítnutí vlivu aktivace nákladů na vzdělávání. Tyto náklady je nutné z VH vyloučit a naopak započítat odpisy z aktivovaných nákladů. Vliv aktivace na NOPAT je znázorněn v tabulce č. 16. V následující tabulce je uveden pouze výsledný dopad aktivace na NOPAT.

Tab. 25 Úprava NOPAT vlivem aktivace nákladů. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úprava NOPAT vlivem aktivace nákladů	0	0	101	59	3	91

Všechny výše popsané úpravy jsou promítnuty v tabulce č. 26 věnující se výpočtu NOPAT. Výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním je upraven o již zmíněné úpravy a z jeho nově zjištěné výše je nutné vypočítat novou daň. Dodatečná daň je násobkem rozdílu původního a upraveného výsledku hospodaření a platné sazby daně v konkrétním roce. Výsledný NOPAT je získán odečtením původně placené a dodatečné daně od VH po úpravách.

Tab. 26 Výpočet NOPAT. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VH před zdaněním (původní)	34 382	30 076	24 205	71 712	49 603	60 680
VH před zdaněním (po úpravách)	35 769	31 532	26 175	68 726	47 485	62 608
Rozdíl (původní - upravený VH)	- 1 387	- 1 456	- 1 970	2 986	2 118	- 1 928
Původně placená daň	7 063	5 769	4 477	13 674	7 952	9 474
Dodatečně vypočítaná daň	- 291	- 291	- 374	567	402	- 366
NOPAT	28 998	26 054	22 072	54 484	39 130	53 501

6.1.3 Stanovení WACC

K výpočtu ekonomické přidané hodnoty je v posledním kroku nutné stanovit náklady vlastního a cizího kapitálu.

Stanovení nákladů na cizí kapitál

Společnost využívá bankovní úvěry, leasing (který využívala spíše v předešlých letech) a v roce 2012 vydala dluhopisy.

Pro účely analýzy a zjištění nákladů na cizí kapitál, bude využita jednak možnost alternativního způsobu určení nákladů na cizí kapitál, která je založena na tržních datech a znázorněna v tabulce č. 27. Bezriziková úroková míra je uvedena na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, ©2005). Rating společnosti je určen pomocí ukazatele úrokového krytí a kromě roku 2010 má vždy nejlepší možné ohodnocení AAA. Na základně přiřazeného kritéria je k bezrizikové úrokové míře připočtena riziková přírážka. Kritéria pro stanovení ratingu a odpovídající rizikové přírážky byla získána z internetových stránek profesora Damodarana (www.damodaran.com). Náklady na cizí kapitál je nutné ještě upravit

o působení daňového štítu. Tento způsob stanovení nákladů na cizí kapitál byl využit v kapitole 6.1.1 Vymezení NOA při aktivaci **leasingu**. Kromě roku 2009, kdy byla daň z příjmu právnických osob 20 %, je počítáno se sazbou 19 %.

Tab. 27 Výpočet úrokové sazby alternativním způsobem. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková úroková míra	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %
EBIT/NÚ	18,61	11,72	62,03	84,51	17,62
Rating	AAA	AA	AAA	AAA	AAA
Riziková přírážka	0,40 %	0,70 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
Odhadnutá úroková sazba	5,07 %	4,41 %	4,19 %	2,71 %	2,66 %
Náklady na leasing	4,06 %	3,57 %	3,39 %	2,20 %	2,15 %

Dlouhodobé bankovní úvěry, které společnost využívala naposled v roce 2012, byly úročeny pohyblivou úrokovou sazbou PRIBOR 1M a k ní připočtené přírážky 1 %. Jelikož je sazba PRIBOR 1M pohyblivá, pro potřeby stanovení **nákladů na bankovní úvěry** vychází výpočet v tabulce z ročního průměru této sazby, který uvádí Česká národní banka. Nakonec je opět nutné upravit úrok o působení daňového štítu.

Tab. 28 Výpočet nákladů na bankovní úvěr. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
PRIBOR 1M	1,93 %	1,09 %	0,97 %	0,75 %	0,31 %
Riziková přírážka	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Nominální úroková sazba z úvěrů	2,93 %	2,09 %	1,97 %	1,75 %	1,31 %
Náklady na bankovní úvěr	2,34 %	1,69 %	1,60 %	1,42 %	1,06 %

Společnost XY a.s. vydala v roce 2012 korunové **dluhopisy** s variabilní úrokovou sazbou v celkové hodnotě 60 mil. Kč, ale 45 mil. Kč má ve svém vlastnictví a eviduje je ve svých aktivech. Úrokový výnos se počítá pro dané výnosové období k 28.6. a k 28.12. příslušného roku. Stanoví se jako procentní změna indexu spotřebitelských cen (CPI) za měsíc duben příslušného roku proti indexu spotřebitelských cen za měsíc říjen příslušného roku (nebo naopak). Dále je k výsledné hodnotě připočtena přírážka 2,5 % p.s. Pro potřeby analýzy je v tabulce uveden průměr sazeb pro rok 2012 a 2013.

Tab. 29 Výpočet nákladů na dluhopisy. (Vlastní zpracování)

	Říjen 2013	Duben 2013	Říjen 2012	Duben 2012	Říjen 2011
CPI	122,4	123,00	121,3	120,9	117,3
	Procentní změna		Přirážka	Úrok	Průměr
28.12.2013	- 0,49 %		2,50 %	2,01 %	2,96 %
28.06.2013	1,40 %		2,50 %	3,90 %	
28.12.2012	0,33 %		2,50 %	2,83 %	4,20 %
28.06.2012	3,07 %		2,50 %	5,57 %	

V následující tabulce č. 30 jsou již uvedeny výsledné průměrné náklady dluhu. Ve výpočtu je vycházeno vždy z hodnoty dané položky na začátku období. V případě dluhopisů je úrok počítán z částky 15 mil. Kč, protože společnost část emitovaných dluhopisů eviduje ve svém majetku.

Tab. 30 Průměrné náklady dluhu. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Bankovní úvěry (počátek roku)	12 044	9 212	6 380	3 548	716
Leasing (počátek roku)	4 107	2 015	-	-	-
Dluhopisy (počátek roku)	-	-	-	-	15 000
Náklady na bankovní úvěr	2,34 %	1,69 %	1,60 %	1,42 %	1,06 %
Náklady na leasing	4,06 %	3,57 %	-	-	-
Náklady na dluhopisy	-	-	-	-	2,96 %
Průměrné náklady dluhu N_{CK}	2,78 %	2,03 %	1,60 %	1,42 %	2,87 %

Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál není lehké určit, a proto existuje celá řada způsobů, jak je alespoň odhadnout. **Model CAPM** je využíván hlavně na vyspělých kapitálových trzích, a protože společnost XY a.s. není veřejně obchodovanou společností, bude počítáno metodou CAPM s náhradními odhady β koeficientu. Koeficient β měří, k jaké procentuální změně ceny akcie v průměru dochází, jestliže dojde ke změně trhu o 1 %. Samotná metoda CAPM spočívá v součtu bezrizikové úrokové míry a rizikové prémie kapitálového trhu, která je vynásobena koeficientem β . Jak již bylo řečeno, není lehké určit β koeficient, a proto je v následující tabulce uveden výpočet s náhradními odhady koeficientu β , kdy je nutné spočítat tzv. β koeficient pro nezadlužený podnik dle vzorce:

$$\beta_z = \beta_n \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{CK}{VK}\right) \quad (11)$$

Bezrizikovou úrokovou sazbu (r_f) uvádí MPO, β nezadlužená byla získána prostřednictvím internetových stránek Damodarana a stejně tak riziková prémie, která je určena podle ratingu České republiky. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál (r_e) je dle této metody téměř konstantní bez větších výkyvů, kromě roku 2013 kdy vyšel koeficient β zadlužena nejmenší a i bezriziková prémie je nižší než v předešlých letech.

Tab. 31 Výpočet nákladů metodou CAPM. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
r_f	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %
β - nezadlužená	0,80	0,78	0,83	0,84	0,71
β - zadlužená	1,10	1,14	1,03	1,11	0,92
Riziková prémie	5,85 %	6,28 %	7,28 %	7,08 %	6,05 %
r_e	11,13%	10,84 %	11,30 %	10,18 %	7,80 %

Dalším způsobem stanovení nákladů na vlastní kapitál je model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu, a který je nazývaný **stavebnicová metoda**. Tento model byl již využit při výpočtu účetní ekonomické přidané hodnoty v předešlé kapitole 5.3.7. Náklady na vlastní kapitál dle této metody jsou stanoveny součtem bezrizikové sazby a rizikové přírážky (ta je součtem čtyř dílčích přírážek – za finanční stabilitu, velikost podniku, podnikatelské riziko podniku a finanční strukturu). Při výpočtu jednotlivých přírážek bylo postupováno dle pokynů a kritérií Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, které zveřejňuje na internetových stránkách (MPO, ©2005). Konečné hodnoty nákladů na vlastní kapitál výrazně nekolísají a jsou velmi blízké hodnotám dle modelu CAPM.

Tab. 32 Výpočet nákladů stavebnicovou metodou. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
r_f	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %
$r_{FINSTAB}$	0,00 %	0,18 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
r_{LA}	4,81 %	4,81 %	4,66 %	4,41 %	4,32 %
r_{POD}	3,00 %	2,74 %	3,06 %	3,09 %	3,12 %
$r_{FINTSTR}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2,52 %	1,17 %
r_e	12,48 %	11,44 %	11,51 %	12,33 %	10,87 %

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál lze vycházet i z údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví, kterou zveřejňuje MPO.

Tab. 33 Odvození nákladů na VK od ROE v odvětví. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
ROE v odvětví	8,85 %	8,19 %	8,32 %	13,47 %	11,38 %

Náklady na vlastní kapitál lze rovněž odvodit od nákladů na kapitál cizí. Protože je všeobecně vlastní kapitál považován jako dražší, lze je vyjádřit součtem nákladů na cizí kapitál plus připočtené rizikové přírážky.

Tab. 34 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
Průměrné náklady dluhu N_{ck}	2,78 %	2,03 %	1,60 %	1,42 %	2,87 %
Přirážka	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
r_e	4,78 %	4,03 %	3,60 %	3,42 %	4,87 %

Výsledné stanovení nákladů na vlastní kapitál je provedeno aritmetickým průměrem a zobrazeno v tabulce č. 35.

Tab. 35 Výpočet průměrných nákladů na vlastní kapitál. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
CAMP	11,13 %	10,84 %	11,30 %	10,18 %	7,80 %
Stavebnicový model	12,48 %	11,44 %	11,51 %	12,33 %	10,87 %
ROE v odvětví	8,85 %	8,19 %	8,32 %	13,47 %	11,38 %
Odvození z N_{CK}	4,78 %	4,03 %	3,60 %	3,42 %	4,87 %
Průměrné N_{VK}	9,31 %	8,63 %	8,68 %	9,85 %	8,73 %

Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

V předchozí části textu byly detailně popsány různé způsoby zjištění nákladů na kapitál, které jsou potřebné pro stanovení WACC. Protože výpočet EVA vychází ze stavu kapitálu k počátku daného roku, je počítáno se strukturou kapitálu rovněž k počátku daného období. Hodnoty vlastního a cizího kapitálu nevychází z rozvahy, nýbrž z upravené rozvahy pro výpočet EVA, tedy z čistých operativních aktiv. Výsledné hodnoty vážených průměrných nákladů jsou ve společnosti XY a.s. na přijatelné úrovni. Nejvyšší hodnoty dosáhly WACC

v roce 2012, naopak nejnižší v roce 2010. Jak je patrné z tabulky výše WACC závisí na kapitálové struktuře společnosti. S rostoucím podílem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu rostou WACC.

Tab. 36 Výpočet WACC. (Vlastní zpracování)

	2008	2010	2011	2012	2013
N_{CK}	2,78 %	2,03 %	1,60 %	1,42 %	2,87 %
N_{VK}	9,31 %	8,63 %	8,68 %	9,85 %	8,73 %
CK/C (počátek roku)	18,24 %	10,16 %	5,31 %	1,80 %	8,55 %
VK/C (počátek roku)	81,76 %	89,84 %	94,69 %	98,20 %	91,45 %
WACC	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70%	8,23 %

6.1.4 Výpočet EVA

V předešlé kapitole věnující se klasickým ukazatelům byl vypočten ukazatel EVA na základě účetních dat. Výpočet EVA dle vztahu: $EVA = NOPAT - WACC \times C$ na základě ekonomických dat je uveden v tabulce č. 37. Při výpočtu je vycházeno z počátečního stavu čistých operativních aktiv a z konečného stavu čistého operativního zisku po zdanění. Druhou možností je postupovat pouze z konečných stavů NOA a NOPAT, ale doporučován je spíše níže v tabulce uvedený postup. Společnost XY a.s. dosahuje ve všech letech kladných hodnot ukazatele EVA a tvoří tak hodnotu pro své vlastníky.

Tab. 37 Výpočet EVA dle ekonomického modelu. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
NOA (počátek období)	144 165	156 827	156 202	197 555	183 905
NOPAT	26 054	22 072	54 484	39 130	53 501
WACC	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70 %	8,23 %
EVA	14 350	9 358	41 512	19 972	38 366

6.1.5 Výpočet relativní ekonomické přidané hodnoty

Relativní EVA podle London Business School je znázorněna tabulce č. 38 proto, aby bylo možné výslednou hodnotu srovnávat i s ostatními společnostmi, které mají jinou kapitálovou strukturu. Otázkou je, zda je možné, zjistit informace o výšce EVA jiných podniků. Relativní EVA není vyjádřena hodnotově. Udává podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku.

Tab. 38 Výpočet relativní EVA. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
EVA	14 350	9 358	41 512	19 972	38 366
Osobní náklady	84 409	84 207	105 152	99 614	98 740
WACC	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70 %	8,23 %
NOA	144 165	159 827	156 202	197 555	183 905
Relativní EVA	14,93 %	9,66 %	35,14 %	16,82 %	33,69 %

6.2 Hodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele RONA

Hodnocení výkonnosti společnosti podle ukazatele RONA vychází z údajů zjištěných při výpočtu ekonomické přidané hodnoty a jedná se o modifikaci ukazatele ROA. Jak lze vidět v tabulce č. 39, společnosti se povedlo v každém roce zhodnotit čistá operativní aktiva. Nejnížší rentabilita čistých aktiv byla dosažena v roce 2010, vlivem růstu operativních aktiv při poklesu NOPAT. Důležité je věnovat pozornost tzv. spreadu, neboli rozdílu mezi RONA a WACC. Pokles spreadu negativně ovlivňuje tvorbu hodnoty, naopak čím vyšší je výnosnost čistých aktiv a nižší jsou WACC, tím je vytvářena větší hodnota pro vlastníky společnosti. Nejvyšší hodnota spreadu byla dosažena v roce 2011 a společnost rovněž v tomto roce tvořila největší ekonomickou přidanou hodnotu. Kladné hodnoty spreadu potvrzují fakt, že společnost tvořila hodnotu v každém roce.

Tab. 39 Výpočet ukazatele RONA. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
NOPAT	26 054	22 072	54 484	39 130	53 501
NOA (počátek období)	144 165	159 827	156 202	197 555	183 905
RONA	18,07 %	13,81 %	34,88 %	19,81 %	29,09 %
WACC	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70 %	8,23 %
Spread (RONA - WACC)	9,95 %	5,86 %	26,58 %	10,11 %	20,86 %

6.3 Hodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele CFROI

Ukazatel CFROI, tedy rentabilita cash flow, je model, jehož základem je vnitřní výnosové míra (IRR). Na rozdíl od jiných ukazatelů se do výpočtu zahrnuje i vliv inflace. Jak již bylo popsáno v teoretické části, k výpočtu je třeba vyjádřit tři hlavní komponenty: brutto investiční bázi, brutto cash flow a předpokládanou dobu využití odepisovaných dlouhodobých aktiv. Stejně jako u předchozího modelu EVA a RONA jsou východiskem pro výpočet upravené účetní výkazy společnosti. Při výpočtu je postupováno dle Maříka a Maříkové (2005).

6.3.1 Výpočet životnosti aktiv

Pro výpočet průměrné životnosti aktiv je nejprve nutné vymezit základnu pro výpočet. V prvním kroku je vyjádřen dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek v brutto hodnotě. Dále dojde k odečtení neodepisovaných aktiv, jako jsou pozemky a nedokončený dlouhodobý majetek společnosti. Úpravy ovlivnily hlavně rok 2013, kdy společnost vykazovala proti předchozímu období vysokou hodnotu nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku.

Tab. 40 Úprava odepisovaných aktiv. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek brutto	125 407	122 043	157 163	155 494	192 763
Dlouhodobý nehmotný majetek brutto	2 641	1 951	2 394	2 189	2 994
(-) Pozemky	3 019	3 004	3 004	3 004	3 004
(-) Nedokončený dlouhodobý majetek	311	890	194	1 047	23 206
Upravená odepisovaná aktiva	124 718	120 100	156 359	153 632	169 547

Jakmile jsou upraveny odepisovaná aktiva, je možné odhadnout průměrnou životnost aktiv. Upravená odepisovaná aktiva jsou vydělena odpisy z výkazu zisku a ztrát. Průměrná délka životnosti zobrazená v tabulce č. 41 je až na rok 2011 téměř konstantní.

Tab. 41 Výpočet doby životnosti aktiv. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Upravená odepisovaná aktiva	124 718	120 100	156 359	153 632	169 547
Odpisy	8 029	8 219	7 829	11 037	11 309
Průměrná životnost aktiv v letech	16	15	20	14	15

6.3.2 Výpočet brutto investiční báze

Brutto investiční báze je součtem odepisovaných aktiv a neodepisovaných aktiv. Pro zjištění položek je namístě opět řada úprav.

Úprava odepisovaných aktiv o inflaci

Výdaje na dosažení peněžních toků je nutné vyjádřit v současné kupní síle koruny. Pro výpočet je nutné znát údaje o aktivech v jednotlivých letech a deflátoru HDP pro jednotlivá období pořízení majetku. Pro zjednodušení je počítáno s počátečním koeficientem pro přepočtení roku 2008, který byl odhadnut na 1,25 (Mařík a Maříková, 2005, s. 140), a s vývojem deflátoru hrubého domácího produktu.

Tab. 42 Koeficient pro přepočet na současnou kupní sílu. (Vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deflátor HDP		1,026	0,985	0,998	1,014	1,017
Koeficient pro přepočet	1,25	1,28	1,26	1,26	1,28	1,30

V tabulce č. 43 jsou odepisovaná dlouhodobá aktiva upravena o inflaci pomocí výše vypočteného koeficientu. Nedokončený dlouhodobý majetek byl v kapitole věnující se výpočtu životnosti aktiv vyloučen. Jde o nové investice, které jsou již v aktuální cenové hladině, a proto tyto položky nejsou upraveny o inflaci. Jakmile se tyto položky zařadí do provozu, bude se jednat o odepisovaná aktiva, a proto jsou připočteny do odepisovaných aktiv. Další položkou je majetek pořízený na leasing. Hodnota leasingu je vyjádřena diskontováním v současné hodnotě a výpočet byl proveden v kapitole věnující se vymezení NOA.

Tab. 43 Výpočet odepisovaných aktiv. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Odepisovaná aktiva v aktuálních cenách	160 014	151 854	197 265	196 631	220617
Nedokončený dlouhodobý majetek	311	890	194	1 047	23206
Leasing	5 754	1 918	0	0	0
Odepisovaná aktiva celkem	166 079	154 662	197 459	197678	243 823

Neodepisovaný majetek v současných cenách

K výpočtu neodepisovaného majetku je v rámci modelu CFROI počítáno s čistými monetárními aktivy, které jsou rozdílem mezi monetárními aktivy a neúročenými závazky.

Tab. 44 Monetární aktiva a neúročené závazky. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Peněžní prostředky	94 303	78 637	94 566	79 420	51 643
Pohledávky	26 641	64 084	34 315	52 774	70 584
Časové rozlišení aktiv	1 057	431	791	804	1 072
Monetární aktiva celkem	122 001	143 152	129 672	132 998	123 299
Rezervy	1 275	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky neúročené	5 218	5 355	6 347	50 430	48 706
Krátkodobé závazky	53 766	72 946	49 007	20 519	23 391
Časové rozlišení pasiv	1 959	1 200	441	0	0
Neúročené závazky celkem	62 218	79 501	55 795	70 949	72 097

Monetární aktiva jsou tvořena peněžními prostředky, pohledávkami a časovým rozlišením aktivním. Neúročené závazky, které se odečítají od monetárních aktiv, jsou tvořeny rezervami, dlouhodobými a krátkodobými neúročenými závazky a časovým rozlišením pasiv.

Čistá monetární aktiva jsou ve všech letech kladná. Dále je potřeba v současných cenách vyčíslit zásoby. Společnost vykazuje vysokou rychlost obrátu zásob a vzhledem k tomu je předpokládáno, že zde není významný rozdíl mezi současnou hodnotou a hodnotou vyjádřenou v účetních výkazech. Součtem čistých monetárních aktiv a zásob je čistý pracovní kapitál, k němu je ještě nutné připočítat pozemky a případně další neodepisovaný majetek. V případě společnosti XY a.s. to jsou její vlastní dluhopisy, které má v majetku. Pozemky byly přeceněny pomocí koeficientu v tabulce č. 42.

Tab. 45 Výpočet neodepisovaných aktiv v současné hodnotě. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Monetární aktiva	122 001	143 152	129 672	132 998	123 299
Neúročené závazky	62 218	79 501	55 795	70 949	72 097
Čistá monetární aktiva	59 783	63 651	73 877	62 049	51 202
(+) zásoby	17 598	24 898	28 955	39 228	46 932
Čistý pracovní kapitál	77 381	88 549	102 832	101 277	98 134
(+) Pozemky	3 873	3 789	3 790	3 845	3 909
(+) DFM	0	0	0	45 630	45 410
Neodepisovaná aktiva celkem v současných cenách	81 254	92 347	106 622	150 752	147 453

Výpočet brutto investiční báze

Díky výše vypočteným hodnotám je již možné vyjádřit brutto investiční bázi v současné cenové hladině. Brutto investiční báze během let výrazně vzrostla. V roce 2012 se na nárůstu podílela hlavně neodepisovaná aktiva, v letech 2011 a 2013 tomu bylo naopak.

Tab. 46 Výpočet brutto investiční báze. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Odepisovaná aktiva celkem	166 079	154 662	197 459	197 678	243 823
Neodepisovaná aktiva celkem	81 254	92 347	106 622	150 752	147 453
Brutto investiční báze	247 334	247 010	304 081	348 430	391 276

6.3.3 Výpočet brutto cash flow

Třetí a poslední položkou potřebnou pro výpočet ukazatele CFROI je brutto cash flow. Zjišťovány jsou konkrétně peněžní toky představující toky z obchodních vztahů bez ohledu na typ financování, dále zde nejsou také započítány investiční výdaje. Výpočet vychází z výsledku hospodaření za účetní období, od něhož je odečten mimořádný zisk, což je v případě společnosti XY a.s. zisk z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Mimořádné položky musí být upraveny o vliv daně. Výsledkem je tzv. upravený zisk a z něj se vyloučí (tedy přičtou) úroky, odpisy a ztráta z držby peněz.

Tab. 47 Výpočet brutto cash flow. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Výsledek hospodaření za účetní období	24 307	19 728	58 038	41 651	51 322
(-) VH z prodeje majetku	870	851	1 730	1 566	2 035
Upravený zisk	23 437	18 877	56 308	40 085	49 287
(+) Úroky z rozvahy	1 708	2 257	1 175	594	3 652
(+) Úroky leasing	292	85	0	0	0
(+) Odpisy	8 029	8 219	7 829	11 037	11 309
(-) Ztráta z držby peněz	598	955	1 404	2 438	869
Brutto cash flow celkem	32 868	28 483	63 908	49 669	63 531

Společnost vykazuje ztrátu z držby peněz (tabulka č. 48), jelikož má kladný čistý monetární majetek v celém analyzovaném období. Pokud by byl čistý monetární majetek záporný, vykazovala by naopak zisk z držby peněz.

Tab. 48 Výpočet ztráty z držby peněz. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Inflace	1,0 %	1,5 %	1,9 %	3,3 %	1,4 %
Čistá monetární aktiva	59 783	63 651	73 877	62 049	51 202
Ztráta z držby peněz	598	955	1 404	2 048	717

6.3.4 Výpočet CFROI

V předcházejících kapitolách byly zjištěny všechny vstupní veličiny potřebné pro výpočet ukazatele. Vzorec pro výpočet CFROI je uveden v teoretické části textu. Výsledné hodnoty nejsou na rozdíl od předcházejících výsledků moderních měřítek vyjádřeny v absolutních

veličinách, nýbrž v procentech. Dosažené výsledky jsou rozdílné a mají kolísavý trend. Nejvyšší hodnota CFROI byla dosažena v roce 2011, kdy investice vytvořily nejvyšší brutto cash flow v celém období. Nicméně rentabilita investic založená na peněžních tocích byla vždy kladná.

Tab. 49 Výpočet ukazatele CFROI. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Brutto investiční báze	247 334	247 010	304 081	348 430	391 276
Neodepisovaná aktiva	81 254	92 347	106 622	150 752	147 453
Brutto cash flow celkem	32 868	28 483	63 908	49 669	63 531
Doba ekonomické životnosti (v letech)	16	15	20	14	15
CFROI	11,67 %	9,48 %	20,70 %	12,58 %	14,92 %

Pro vyvození závěru z výsledků výpočtu CFROI je další možností vyjádření $CFROI_{spread}$. V tomto případě jsou hodnoty CFROI porovnány s náklady na kapitál. Vážené průměrné náklady na kapitál, jejichž výpočet je vysvětlen v samostatné kapitole, je nejprve nutné upravit o inflaci. Jestliže je spread, neboli rozdíl mezi CFROI a reálnými WACC větší než nula, tvoří společnost hodnotu. V případě společnosti XY a.s. je spread kladný vždy a společnost tedy zhodnocuje vložený kapitál více, než jsou reálné náklady na něj.

Tab. 50 Výpočet $CFROI_{spread}$. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
WACC původní	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70 %	8,23 %
Inflace	1,00 %	1,50 %	1,90 %	3,30 %	1,40 %
WACC reálné	7,12 %	6,45 %	6,41 %	6,40 %	6,83 %
CFROI	11,67 %	9,48 %	20,70 %	12,58 %	14,92 %
$CFROI_{spread}$	4,55 %	3,02 %	14,29 %	6,18 %	8,09 %

6.4 Hodnocení finanční výkonnosti dle ukazatele CROGA

Ukazatel CROGA měří cash flow výnosnost hrubých aktiv. Jedná se o zjednodušený způsob vyjádření výkonnosti. Vstupní veličiny pro výpočet, dle vzorce č. 9 uvedeného v teoretické části textu, vychází ve velké části z veličin pro výpočet CFROI. Prvním krokem je vyjádření hrubých aktiv (GA) a lze vycházet z brutto investiční báze zjištěné při výpočtu CFROI, tentokrát ovšem bez zahrnutí vlivu inflace.

Tab. 51 Výpočet GA – hrubých aktiv. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Odepisovaná aktiva	130 783	122 908	156 553	154 679	192 753
Neodepisovaná aktiva	80 400	91 553	105 836	149 911	146 548
GA - hrubá aktiva	211 183	214 461	262 389	304 590	339 301

Druhou veličinou ve vzorci pro výpočet ukazatele CROGA je provozní cash flow po zdanění (OATCF). Při samotném výpočtu OATCF lze postupovat opět obdobně jako při výpočtu brutto cash flow. VH z provozní činnosti před zdaněním je upraven o mimořádný zisk, který plyne z prodeje majetku a materiálu. Upravený VH z provozní činnosti je očištěn o vliv daně a v konečné fázi je k němu připočtena hodnota odpisů.

Tab. 52 Výpočet OATCF – provozního CF po zdanění. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
VH z provozní činnosti před zdaněním	36 194	26 838	69 396	49 716	55 205
(-) Mimořádný zisk – z prodeje majetku	867	851	1 730	1 565	2 035
VH z provozní činnosti - upravený	35 324	25 987	67 666	48 150	53 170
Daňová sazba	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %
(-) Daň	7 065	4 937	12 857	9 149	10 102
Upravený VH po dani – čistý provozní zisk	28 260	21 049	54 809	39 002	43 068
(+) odpisy	8 029	8 219	7 829	11 037	11 309
OATCF - provozní cash flow po zdanění	36 289	29 268	62 638	50 039	54 377

Konečný výsledek, hodnotu ukazatele CROGA, lze stejně jako je u výpočtu CFROI, porovnat s váženými průměrnými náklady na kapitál. Výsledky jsou s porovnáním s CFROI lepší, což je způsobeno mírně pozměněnými vstupními daty a taky zjednodušeným výpočtem. Trend vývoje je ale velmi podobný. $CROGA_{spread}$ je vždy kladný a společnost tak i na základě tohoto ukazatele finanční výkonnosti tvoří hodnotu, která je nejvyšší v roce 2011.

Tab. 53 Výpočet CROGA a $CROGA_{spread}$. (Vlastní zpracování)

	2009	2010	2011	2012	2013
CROGA	17,18 %	13,65 %	23,87 %	16,43 %	16,03 %
WACC	8,12 %	7,95 %	8,31 %	9,70 %	8,23 %
CROGA_{spread}	9,06 %	5,69 %	15,57 %	6,73 %	7,80 %

6.5 Hodnocení finanční výkonnosti společnosti dle ukazatele CVA

Cash Value Added neboli peněžní přidanou hodnotu lze spočítat pomocí údajů zjištěných při výpočtu CFROI. I přes to, že model CVA je podle odborné literatury využíván hlavně k účelům oceňování podniku, může být i tak dalším zajímavým měřítkem výkonu společnosti. Stejně jako u všech výše uvedených moderních měřítek, i dle výsledků CVA tvořila společnost nejvyšší hodnotu v roce 2011. Rok 2011 je nejlepším hlavně díky vysoké hodnotě spreadu, který je rozdílem mezi hodnotou CFROI a průměrnými váženými náklady na kapitál (reálnými), které jsou očištěny o inflaci. Brutto investiční báze sice v roce 2012 a 2013 vzrostla, ale hlavně díky nízkému spreadu není výsledná hodnota tak vysoká.

Tab. 54 Výpočet peněžní přidané hodnoty. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
CFROI _{spread}	4,55 %	3,02 %	14,29 %	6,18 %	8,09 %
BIB	247 334	247 010	304 081	348 430	391 276
CVA	11 264	7 465	43 460	21 529	31 649

6.6 Vymezení generátorů hodnoty

Zachytit souvislosti toho, co ovlivňuje výkonnost podniku lze díky soustavám ukazatelů, které jsou vzájemně propojeny. Přehledným způsobem identifikace faktorů ovlivňujících výkonnost jsou pyramidové soustavy, pomocí kterých lze rozložit i moderní ukazatele. V kapitole věnující se klasickým měřítkům výkonnosti byl rozložen ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE), tato kapitola se bude zabývat vymezením generátorů hodnoty ukazatele EVA a CFROI.

6.6.1 Pyramidový rozklad EVA

Pyramidový rozklad ukazatele ekonomické přidané hodnoty v letech 2011 – 2012 a 2012 – 2013 je součástí přílohy č. X a XI. Rozklad ukazatele EVA zobrazuje hodnoty daných položek v roce 2011, 2012 a 2013 a jejich meziroční změnu. Společnost XY a.s. dosáhla v tomto období velmi rozdílných hodnot ukazatele EVA. V roce 2011 vytvořila nejvyšší hodnotu, poté došlo k negativní 52% změně, ale mezi roky 2012 a 2013 opět EVA meziročně vzrostla o 92 %. Základním prvkem, který působí na tvorbu hodnoty, je spread a investovaný kapitál. Spread, neboli rozdíl mezi RONA a WACC, působil na hodnotu podniku mezi roky 2011 a

2012 záporně, klesl o 16,47 %, investovaný kapitál naopak rostl a pozitivně ovlivňoval hodnotu. I když spread meziročně klesl, je pozitivní, že neklesl do záporných hodnot, v takovém případě by i růst investovaného kapitálu působil negativně na tvorbu hodnoty. Od roku 2012 do roku 2013 spread naopak rostl a kladně tak ovlivňoval hodnotu, nicméně investovaný kapitál se snížil.

Jak již bylo řečeno, spread je tvořen rentabilitou investovaného kapitálů a váženými průměrnými náklady na kapitál. Protože je RONA v roce 2012 nízká (v porovnání s rokem 2011 a 2013) a WACC naopak nejvyšší, vytvořená hodnota společnosti klesla. Pokles RONA mezi roky 2011 a 2012 působil negativně a stejně tak i pokles WACC. V dalším meziobdobí 2012 a 2013 byla situace opačná a meziroční změny působilily tentokrát pozitivně.

Rentabilita investovaného kapitálu (RONA) je ovlivňována ziskovou marží a obratovostí investovaného kapitálu. Zisková marže (NOPAT/Tržby) se mezi roky 2011 a 2012 nepatrně snížila, k větší negativní změně došlo ale u obratovosti investovaného kapitálu (Tržby/C). Požadavkem je co nejefektivnější využití aktiv, tedy co nejvyšší obratovost aktiv a k mírnému meziročnímu růstu tohoto ukazatele došlo mezi roky 2012 a 2013, a současně výrazněji vzrostla i zisková marže. Na tomto velkém růstu ziskové marže se podílel hlavně růst přidané hodnoty na tržbách, k tomu došlo sice i v období 2011/2012, ale současně tehdy výrazně vrostl poměr osobních nákladů a tržeb a poměr odpisů a tržeb.

Na velkém poklesu obratu investovaného kapitálu se podílel pokles tržeb v roce 2012 a současně růst kapitálu v roce 2012. Tržby klesaly i v roce 2013, ale velikost kapitálu (C) se snížila. Změny kapitálu ovlivňoval zejména čistý pracovní kapitál a dlouhodobý majetek. Nejprve působil růst těchto dvou položek negativně, naopak jejich pokles z roku 2012 na 2013 působil pozitivně. Konkrétně docházelo k výraznějším změnám u dlouhodobého majetku a ČPK, který je ovlivněn pohledávkami, zásobami, krátkodobým finančním majetkem a neúročenými závazky. Růst zásob působil vždy negativně. V roce 2012 kladně ovlivňoval výši EVA růst pohledávek a záporně růst krátkodobého finančního majetku a pokles neúročených závazků.

6.6.2 Citlivostní analýza ukazatele EVA

Hlavním cílem citlivostní analýzy je zjistit citlivost ekonomické přidané hodnoty na změny jednotlivých komponent, které ukazatel ovlivňují. V analýze je stanovena odchylka 8 % od původních hodnot. Jestliže zvolená odchylka vyvolá pouze malou změnu EVA, citlivost je malá. Významné jsou ty změny způsobené vlivem odchylky, které vyvolají značnou změnu

ve velikost EVA. Je ovšem nutné upozornit na fakt, že citlivostní analýza má svá omezení. Změna jednoho faktoru je ve skutečnosti provázána většinou změnou i jiného faktoru a tuto skutečnost v sobě citlivostní analýza neobsahuje. Stanovené generátory hodnoty z pyramidového rozkladu EVA (rok 2013) byly navýšeny o odchylku 8 % z hodnoty roku 2013. Na základě těchto změn je vypočítána nová hodnota ekonomické přidané hodnoty a současně vyčíslena změna mezi původní a novou hodnotou ukazatele EVA. Z tabulky vyplývá, že hodnota EVA je citlivá zejména na změnu přidané hodnoty k tržbám, což se projevilo vysokým nárůstem o 13 013 tis. Kč. Vysoká citlivost je dále zjevná i u změn samotných tržeb a rentability investovaného kapitálu. Dále je z tabulky zřejmé, že ukazatel EVA vykazuje vysokou citlivost, tentokrát v negativním slova smyslu, na podíl osobních nákladů a tržeb. Hodnotu EVA by negativně ovlivnilo také zvýšení dlouhodobého majetku.

Tab. 55 Citlivostní analýza ukazatele EVA. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota v roce 2013	Změna hodnoty o 8 %	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
DHM	83 591	90 278	38 366	36 365	- 2 001
DNM	458	494	38 366	38 355	- 11
DFM	0	0	38 366	38 366	0
Zásoby	38 265	41 326	38 366	37 490	- 876
Pohledávky	52 774	56 996	38 366	37 165	- 1 201
Krátkodobý FM	79 420	85 774	38 366	36 579	- 1 787
Neúročené závazky	70 949	76 625	38 366	40 070	1 704
PH/Tržby	50,34 %	54,36 %	38 366	51 379	13 013
Osobní N/Tržby	30,51 %	32,95 %	38 366	30 477	- 7 889
Odpisy/Tržby	3,49 %	3,77 %	38 366	37 441	- 925
Ost. V - ost. N/Tržby	0,19 %	0,21 %	38 366	38 395	29
Tržby	323 649	349 541	38 366	42 646	4 280
Náklady na VK	8,73 %	9,43 %	38 366	37 191	- 1 175
Náklady na CK	2,87 %	3,10 %	38 366	38 330	-36
WACC	8,23 %	8,89 %	38 366	37 155	- 1 211
VK/C	91,45 %	98,77 %	38 366	37 191	- 1 175
Investovaný kapitál	183 905	198 618	38 366	37 155	- 1 211
RONA	29,09 %	31,42 %	38 366	42 646	4 280

6.6.3 Pyramidový rozklad ukazatele CFROI

Detailní zobrazení rozkladu ukazatele CFROI 2012-2013 je součástí přílohy č. XII. Růst hodnoty společnosti v případě ukazatele CFROI je vyjádřen mírou zhodnocení hrubé investiční základny prostřednictvím dosažených cash flow. CFROI je vyjádřen v procentech a umožňuje tak případně přehledné srovnání i s jinými společnostmi. CFROI v roce 2013 vzrostlo zejména díky zvýšení brutto cash flow. Na zvýšení brutto cash flow se podílela hlavně výše zisku. Brutto cash flow bylo ale ovlivněno i snížením ztráty z držení peněz, nepatrným zvýšením odpisů a růstem hodnoty úroků. Jelikož je hodnota odpisů přičítána k zisku, není tak vytvářen tlak na snižování investic. Pozitivně působilo na růst CFROI i zvýšení životnosti aktiv ze 14 na 15 let, díky zvýšení hodnoty upravených odepisovaných aktiv, z níž se životnost počítá. Brutto investiční báze se rovněž zvýšila, ale působila záporně na tvorbu hodnoty. Odepisovaná aktiva se zvýšila, zejména nedokončený dlouhodobý majetek, na druhou stranu neodepisovaný majetek se snížil, ve finále ale přesto došlo k zvýšení brutto investiční báze. Neodepisovaná aktiva byla ovlivněna nejvíce růstem zásob a poklesem čistých monetárních aktiv, jejichž efekt převažoval a celkově tak neodepisovaná aktiva působila pozitivně na zvýšení CFROI. Čistá monetární aktiva, která jsou rozdílem monetárních aktiv a neúročených závazků, byla ovlivněna velkým snížením peněžních prostředků, což vyvážilo negativní působení zvýšení pohledávek.

6.6.4 Citlivostní analýza ukazatele CFROI

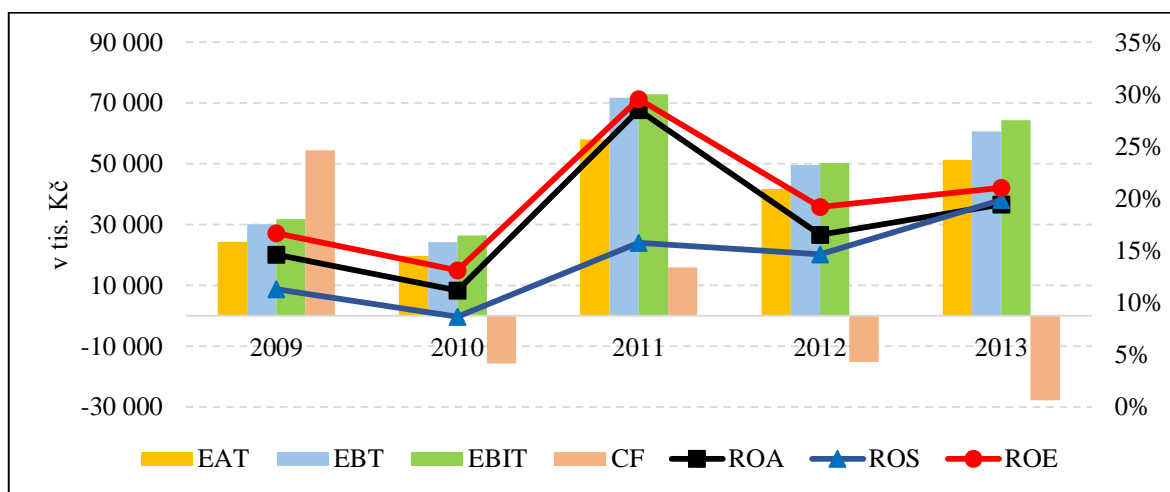
Stejně jako výše provedená citlivostní analýza EVA, je i v tomto případě vycházeno z vybraných hodnot vyjádřených v pyramidovém rozkladu CFROI pro rok 2013. V tabulce je vyjádřena citlivost CFROI na změnu určitého faktoru, které ho ovlivňují. Hodnoty jednotlivých položek roku 2013 jsou i tentokrát zvýšeny o odchylku 8 %. Významné jsou ty změny, které vyvolají výraznější růst, nebo naopak pokles. Tabulka s výsledky citlivostní analýzy potvrzuje principy a spojitosti působení jednotlivých komponent CFROI, které byly již objasněny v pyramidovém rozkladu. CFROI je nejvíce citlivý na změnu brutto cash flow, jeho zvýšení o 8 % má největší pozitivní efekt. Logicky z toho vyplývá, že pozitivně působí i zvýšení odpisů, úroků a samozřejmě samotné výše zisku. Kladně působí i zvýšení životnosti aktiv a růst neodepisovaných aktiv. Hodnota CFROI by se výrazněji snížila kvůli růstu brutto investiční základny a také díky zvýšení odepisovaných aktiv. Jak již bylo zmíněno výše, je třeba brát v úvahu i omezení, která citlivostní analýza přináší, tím, že zohledňuje jen změnu jednoho faktoru.

(v tis. Kč)	Hodnota v roce 2013	Změna hodnoty o 8 %	Původní CFROI	Nové CFROI	Změna CFROI
BIB	391 276	422 578	14,92 %	13,50 %	- 1,42 %
Brutto CF	63 531	68 614	14,92 %	16,37 %	1,45 %
Neodepisovaná aktiva	147 453	159 249	14,92 %	14,99 %	0,07 %
Životnost aktiv	15	16	14,92 %	15,24 %	0,32 %
Odepisovaná aktiva	243 823	263 329	14,92 %	14,00 %	- 0,92 %
Monetární aktiva	123 299	133 163	14,92 %	14,98 %	0,06 %
Neúročené závazky	72 097	77 865	14,92 %	14,88 %	- 0,04 %
Upravený zisk	49 287	53 230	14,92 %	16,01 %	1,09 %
Úroky	3 652	3 944	14,92 %	14,97 %	0,05 %
Odpisy	11 309	12 214	14,92 %	15,14 %	0,22 %
Peněžní prostředky	51 643	55 774	14,92 %	14,91 %	- 0,01 %
Pohledávky	70 584	76 231	14,92 %	14,92 %	0,00 %
Dlouhodobé záv. neúročené	48 706	52 602	14,92 %	14,89 %	- 0,03 %
Krátkodobé záv. Neúročené	23 391	25 262	14,92 %	14,91 %	- 0,01 %
Zásoby	46 932	50 687	14,92 %	14,91 %	- 0,01 %

7 SROVNÁNÍ KLASICKÝCH A MODERNÍCH UKAZATEŮ HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S.

V rámci kapitoly 5 a 6 byla zhodnocena finanční situace společnosti XY a.s. dle klasických a moderních měřítek. Nyní budou vybrané ukazatele srovnány.

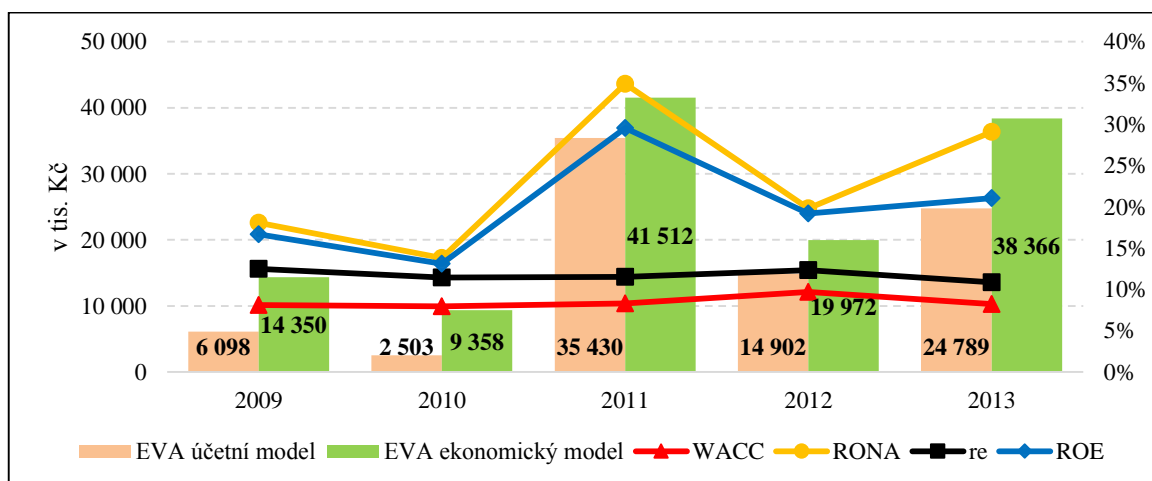
Podle výsledků vybraných klasických měřítek hodnocení finanční výkonnosti (obrázek č. 9) lze hodnotit situaci ve společnosti XY a.s. příznivě. Rok 2010 byl v rámci hodnoceného období nejméně úspěšný. Tato situace nastala vyvrcholením krize, tomu odpovídala dosažená výše hospodářského výsledku a tím pádem i rentabilita společnosti nebyla vysoká. V porovnání s ostatními roky je tedy rok 2010 neúspěšný, na druhou stranu jej lze označit za velmi dobrý. Situace v roce 2010 nebyla jednoduchá a i přes snížení počtu zakázek byla společnost zisková. V roce 2011 nastal zcela opačný stav, kdy společnost čelila vysoké poptávce a dokonce nestíhala uspokojit všechny odběratele. Vysoký zisk i hodnoty jednotlivých druhů rentabilit potvrzují úspěšnost společnosti v daném roce. Celkově z hlediska vývoje, lze výsledky klasických měřítek hodnotit pozitivně a společnost se jeví jako stabilní, nezadlužená a bez velkých výkyvů ve finanční výkonnosti. Záporné hodnoty byly vykázány pouze v případě cash flow a způsobeny investováním společnosti a také přeměnou na jinou právní formu podnikání.



Obr. 9 Srovnání vybraných klasických ukazatelů. (Vlastní zpracování)

Další graf (obrázek č. 10) porovnává výsledky ekonomické přidané hodnoty dle účetního a ekonomického výpočtu. Oba modely se tedy liší vstupními daty. V rámci vývoje

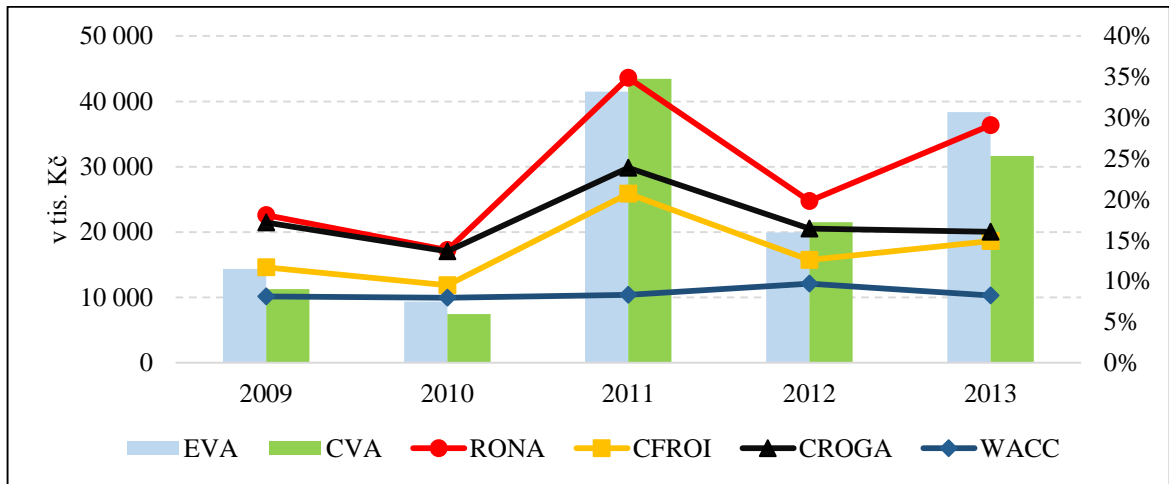
v čase jsou výsledky téměř totožné, liší se nicméně v celkové vytvořené hodnotě pro vlastníky podniku. Model EVA založený na ekonomických, tedy upravených datech, vykazuje vyšší hodnoty. Průměrné vážené náklady kapitálu jsou nižší než náklady na vlastní kapitál vypočítané dle stavebnicové metody pro účetní model EVA. Dále i RONA dosahuje vyšších hodnot než rentabilita vlastního kapitálu. ROE je počítáno z čisté zisku a hodnoty VK, naopak RONA z upravené výše kapitálu (C) a upraveného zisku NOPAT. NOPAT byl v každém roce vyšší než EAT a upravená výše kapitálu (C) naopak nižší než vlastní kapitál vykázány v rozvaze. Z těchto důvodů je vytvořená přidaná hodnota pro vlastníky společnosti vždy vyšší u ekonomického modelu EVA. Zajímavé je, že WACC a r_e mají velmi totožný průběh v čase. Náklady na kapitál je velmi obtížné, ne-li nemožné přesně vyčíslit. Podobný průběh v čase, při odlišných způsobech výpočtu, tedy naznačuje, že výsledné hodnoty by měly být správné.



Obr. 10 Srovnání účetního a ekonomického modelu EVA. (Vlastní zpracování)

Finanční výkonnost podniku byla hodnocena i moderními měřítky, jejichž srovnání zobrazuje obrázek č. 11. Ekonomická přidaná hodnota a peněžní přidaná hodnota jsou vyjádřeny v absolutních veličinách, ostatní měřítka v procentech. Zvolená měřítka nahlíží na výkonnost společnosti velmi podobně jako klasické ukazatele. Nejznámější z moderních ukazatelů je EVA, tentokrát se nabízí srovnání s peněžní přidanou hodnotou. V roce 2011 a 2012 byla CVA větší než EVA. CVA vychází na rozdíl od EVA z peněžních toků a zohledňuje inflaci. Měřítka vyjádřená v procentech, CFROI, CROGA a RONA mají velmi podobný průběh v čase. Nejprve se nabízí srovnání s WACC. Všechny tři ukazatele dosahují vyšších hodnot než WACC a tudíž tzv. spread byl vždy kladný. V případě všech měřítek byl neúspěšnější

rok 2011. Patrný rozdíl mezi jednotlivými měřítky plyne z grafu mezi roky 2012 a 2013. Výsledky ukazatelů EVA, CVA a RONA se v roce 2013 zvýšily proti roku 2012 docela výrazným způsobem. CFROI a CROGA velký rozdíl mezi výslednými hodnotami roku 2012 a 2013 nezaznamenaly. Konkrétně CROGA v roce 2013 nepatrně klesla.



Obr. 11 Srovnání moderních měřítek. (Vlastní zpracování)

8 NÁVRH IMPLEMENTACE MODERNÍCH MĚŘÍTEK PRO HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XY A.S.

Cílem práce bylo zhodnotit finanční výkonost podniku pomocí tzv. moderních ukazatelů a navrhnout systém hodnocení výkonosti využívající právě moderní měřítka. Moderní měřítka poskytnou společnosti jiný úhel pohledu na firemní výkonnost, nicméně to neznamená přestat sledovat klasické ukazatele. Oba způsoby měření podnikové výkonnosti se liší zejména v odlišnosti vstupních dat. Tradiční ukazatele vychází z účetních neupravených dat, což má své nevýhody, které byly popsány v teoretické části, na druhou stranu práce s čistě účetními údaji je jednoduchá z hlediska pracnosti i času. Výsledky tradičních měřítek nejsou příliš vypovídající pro vlastníky, nezahrnují v sobě náklady na kapitál, neberou v úvahu riziko a časovou hodnotu peněz. V dnešním konkurenčním prostředí plném informací a moderní výpočetní techniky by společnost neměla váhat nad možností zkusit změnit systém měření finanční výkonnosti. Každá změna nese svá rizika, nicméně v případě, že bude zvolen jednoduchý a srozumitelný koncept, na negativní dopady nemusí vůbec dojít. Díky moderním měřítkům bude společnost schopna identifikovat důležité faktory, které snižují nebo naopak zvyšují její hodnotu.

8.1 Požadavky na nový systém hodnocení

Nový systém měření finanční výkonnosti by měl splňovat následující předpoklady:

- Jednoduchý a snadno pochopitelný, bez technických požadavků na změnu.
- Orientace na tvorbu hodnoty, zahrnující v sobě vliv rizika a času.
- Systém, který bere v úvahu náklady na kapitál.
- Systém, který dokáže motivovat zaměstnance společnosti.
- Absolutní vyjádření výsledků.

8.2 Návrh konkrétního systému

Navrhnutý nový systém měření výkonnosti respektuje výše uvedené požadavky a vychází z kapitoly číslo 6. Zvoleným požadavkům nejvíce odpovídá ukazatel Ekonomické přidané hodnoty (EVA). Ukazatel EVA nejen že v sobě obsahuje zvolené parametry, ale lze jej doplnit a propojit i s ostatními tradičními ukazateli. EVA jednoznačně, srozumitelně a v absolutním vyjádření ukazuje, zda byla tvořena hodnota pro akcionáře. Z absolutního vyjádření

plyne neschopnost měření se s konkurencí, to může být nahrazeno využitím tzv. relativního vyjádření EVA. Je ovšem nepravděpodobné získání informací o výši ekonomické přidané hodnoty jiné společnosti, a tudíž k porovnání se s konkurencí je dostačující využití klasických ukazatelů výkonnosti. Další moderní měřítka jako CFROI, CROGA mají procentuální vyjádření a vychází z jiných úprav účetních dat. Proto je vhodnější jako vrcholový ukazatel využít ekonomickou přidanou hodnotu a ostatní moderní měřítka využívat spíše „doplňkově“. Dalším důvodem o upřednostnění ukazatele EVA může být dostupnost informací. Tentokrát jsou myšleny ne účetní informace, nýbrž informace a požadavky pro výpočet a zavedení EVA. Ekonomická přidaná hodnota je v podnikatelském prostředí v České republice více známá a využívána. Odborná literatura, a zejména pak ta česká, se věnuje opět spíše ukazateli EVA.

Tab. 56 Návrh systému hodnocení výkonnosti. (Vlastní zpracování)

Vrcholový ukazatel	EVA			
Doplňkový ukazatel	Relativní EVA	RONA	CFROI	CROGA
		RONA _{spread}	CFROI _{spread}	CROGA _{spread}
Klasické ukazatele	Poměrové ukazatele		Rozdílové ukazatele	
	likvidita		ČPK	
	rentabilita			
	aktivita			
	zadluženost			

Ve výše uvedené tabulce je přehledně znázorněn navrhovaný systém. Vrcholový ukazatel EVA by měl být rozkládán do pyramidové soustavy, z které přehledně vyplývají generátory hodnoty společnosti. Zvolené doplňkové ukazatele částečně vychází z údajů pro výpočet EVA. Samotná RONA je obsažena ve výpočtu EVA, tudíž její zjištění není nikterak náročné a je součástí pyramidového rozkladu. Vrcholový ukazatel EVA v sobě obsahuje průměrné vážené náklady kapitálu, které lze dále využít pro výpočet spreadu. Náročnější na získání dat se jeví CFROI a CROGA. Úpravy, které byly pro jejich výpočet provedené v kapitole 6, vychází z publikace Maříka Maříkové (2005) a jsou provedeny v co nejjednodušší formě. Navíc CROGA vychází z velké míry z údajů pro výpočet CFROI. Doplňkově by tedy bylo vhodné prověřit pomocí těchto měřítek, zda potvrzují výkonnostní trend, který dokládá EVA. V kapitole 7 zobrazený vývoj všech měřítek z hlediska času byl velmi podobný, ale

patrné rozdíly nastaly mezi roky 2012 a 2013. CFROI a CROGA vychází z cash flow, a proto by mohly odhalit případné slabiny právě v této oblasti. V systému nesmí samozřejmě chybět již tolik zmiňované tradiční ukazatele finanční analýzy, jejichž zjištění je rychlé a jednoduché.

8.3 Zavedení nového projektu

Celý postup implementace vrcholového ukazatele EVA je otázkou delšího časového úseku a rovněž přípravných prací. Jednotlivé kroky vedoucí ke správné implementaci by měly obsahovat činnosti:

- Rozhodnutí o přijetí a vytvoření řídicí skupiny.
- Analýza připravenosti na změnu.
- Strategické zavedení EVA a získání dalších informací pro úspěšnou implementaci systému.
- Definování časového plánu.
- Zhodnocení projektu a definování případných rizik.

8.3.1 Rozhodnutí o přijetí a vytvoření řídicí skupiny

Navržený systém musí být přijat v první řadě vlastníky podniku. Tato část je stěžejní a nejpodstatnější. Jestliže je nový systém schválen lze postupovat dál. Ve společnosti XY a.s. by muselo dojít ke shodě mezi třemi vlastníky společnosti. S implementací by mělo samozřejmě souhlasit i vedení společnosti. Na základě toho musí být určena řídicí skupina, tedy skupina zaměstnanců (nebo konkrétní jeden pracovník), která bude mít jednotlivé části implementace ve své kompetenci. V celém navrženém systému jsou tedy zainteresovány následující skupiny:

- Vlastící společnosti, jejichž cílem je co nejvyšší vytvořená hodnota.
- Vedení společnosti, které má za úkol zastřešit zavedení systému a rozdělit jednotlivé úkoly pro úspěšnost implementace. Dále bude vedení společnosti sledovat a vyhodnocovat výsledky, a samozřejmě informovat vlastníky.
- Další a asi nejvíce zainteresovanou skupinou jsou zaměstnanci finančního oddělení. Mají ve své kompetenci veškeré finanční analýzy, plány, znají účetní oblast společnosti. Tato skupina bude tedy klíčová v oblasti získávání a zpracování dat.
- Všichni ostatní zaměstnanci, neboť každý svou činností přispívá k tvorbě hodnoty a měl by být k tomu patřičně motivován.

- Úspěšná implementace může být ovlivněna i jinými zainteresovanými stranami v okolí společnosti. Jedná se o vzájemné dodavatelsko-odběratelské vztahy, vztahy s věřiteli aj. Vyšší vytvořená hodnota znamená větší úspěch a přispívá tak jistě k zlepšování vztahů s okolím společnosti.

8.3.2 Analýza připravenosti na změnu

Před samotným zavedením systému je nutné, aby společnost zhodnotila svoji aktuální pozici. Analýze by měla podrobit i svou dosavadní finanční výkonnost a posoudit vnější i vnitřní prostředí v okolí společnosti. Tyto kroky byly provedeny v kapitole 5, 6 a 7.

8.3.3 Strategické zavedení EVA

Při vytváření strategie zavedení nového systému, je možné držet se dle autorů EVA tzv. 4 M – measurement, management, motivation a mindset.

Measurement

Measurement, nebo ve volném překladu měření podnikové výkonnosti bude první částí strategie. Jelikož zvolený model vyhází z ekonomických dat, je zapotřebí provádět úpravy účetních dat. Autoři konceptu EVA definovali více než 160 možných úprav. Toto vysoké číslo může být až zarážející a rovněž odrazující od samotného zavedení nového systému měření finanční výkonnosti. Nicméně v praxi je na samotné společnosti, nakolik bude svá účetní data upravovat a není problém, pokud takových úprav bude minimum. Ekonomická přidaná hodnota nelze nikdy přesně spočítat, protože je ovlivněna mírou transformace účetních dat na ekonomická data a způsobem vyčíslení nákladů na kapitál. Cílem je vytvořit model, který bude ale podporovat její zvyšování.

Vhledem k tomu, že v rámci požadavků na systém, byla definována jednoduchost a srozumitelnost implementace, měla by se společnost držet několika základních úprav účetních dat, která již byla prakticky využita v 6. kapitole. Pro výpočet EVA musí být definovány čisté operativní aktiva, čistý operativní zisk a průměrné vážené náklady kapitálu.

V rámci vymezení čistých operativních aktiv by společnost měla:

- Vyloučit zemědělskou výrobu a vše co s ní souvisí. V analytické části bylo vyloučeno stádo, mladá a ostatní zvířata, část materiálu, pozemků a dlouhodobého majetku. Vy-

loučení může být provedeno v konkrétních částkách, což je náročné na evidenci a přípravu dat. Vzhledem k tomu, že zemědělská výroba zaujímá jen velmi malou část podnikové výroby, lze vyloučit jen stanovenou procentní část dané položky.

- Vyloučit nedokončený dlouhodobý majetek.
- Vyloučit dlouhodobý finanční majetek.
- Aktivovat případný majetek pořízený formou leasingu a to v současné hodnotě.
- Pokud je společnost schopna vyčíslit náklady na marketing, vzdělávání apod., měla by je rovněž aktivovat.
- Upravit oběžný majetek o neúročené závazky. Do neúročených závazků se řadí neúročené dlouhodobé a krátkodobé závazky, časové rozlišení pasivní a rezervy, které mají charakter skutečných závazků.

Zvolené úpravy rozvahy se tedy vešly do přibližně do 6 kroků, což jistě neporušuje požadavek jednoduchosti.

NOPAT a NOA musí být ve vzájemném vztahu, proto společnost:

- Vyloučí placené úroky – částka z rozvahy plus případné úroky související s využitím leasingu.
- Upraví výsledek hospodaření o výsledek hospodaření ze zemědělské výroby.
- Vyloučí mimořádné položky, jako je VH z prodeje dlouhodobého majetku.
- Pokud byly aktivovány náklady do NOA (jak bylo simulováno v kapitole 6), musí je odečíst z NOPAT a postupně upravovat NOPAT o vliv odpisů.
- Nakonec je třeba vypočítat novou výši daně.

Výpočet WACC je z poloviny velmi jednoduchý. Pro společnost není problém na rozdíl od externího analytika počítat s konkrétní výší úroku za cizí kapitál. Zjištění vlastních nákladů je dle metod zobrazených v kapitole 6 jednoduché. Je možné držet se všech metod a počítat průměr (jak tomu bylo v analytické části), nebo zvolit váhy jednotlivých metod a počítat výslednou hodnotu váženým průměrem. Další možností je držet se jen jednoho modelu. Vzhledem k tomu, že náklady na vlastní kapitál je velmi těžké přesně vyjádřit, bude nejlepší, bude-li si společnost zjišťovat tyto náklady pomocí průměru (průměr z metody CAPM, stavebnicové metody, rentability odvětví a odvození od N_{ck}), jak tomu bylo v analytické části.

Společnost by se těchto úprav měla držet alespoň 2 až 3 účetní období, měla by se snažit dovést je k co největší dokonalosti. Pokud by nastaly nečekané okolnosti, které by se měly

zohlednit v úpravách účetních dat, je možné je rovněž zahrnout. Důležité je, aby si zaměstnanci navykli na nový systém a naučili se s ním pracovat.

Ukazatele CFROI a CROGA, které byly zvoleny jako doplňkové, byly v analytické části počítány jen s několika málo úpravami vstupních dat. Z velké části bylo vycházeno z účetních výkazů. Důležité je zjistit životnost aktiv, v rámci brutto investiční báze upravit aktiva o vliv inflace a dále vypočítat brutto cash flow, které vychází z provozního zisku před zdaněním.

Vrcholový ukazatel EVA by se měl počítat rozhodně častěji než jednou ročně. Sledování pouze jednou za rok je nedostačující, aby tento systém fungoval efektivně pro hodnocení finanční výkonnosti a tvorbu hodnoty. Pro první období po zavedení systému by bylo nejlépe sledovat EVA čtvrtletně. Současně by se měly sledovat jednotlivé generátory hodnoty, které by měly být sledovány průběžně během čtvrtletí. Společnost by se měla zaměřit na důležité generátory jako je velikost tržeb, podíl přidané hodnoty na tržbách, podíl osobních nákladů a tržeb, tedy ty, které se v kapitole č. 6 jeví jako klíčové.

Management

Pojem management v sobě obsahuje vytváření politiky, postupů a nástrojů, které umožní propojení rozhodovacích procesů a měření tvorby hodnoty. Celá společnost by se měla v této fázi seznámit s novým způsobem hodnocení finanční výkonnosti. Samotná implementace je rozhodnuta vlastníky podniku, ale zainteresovaný je do ní určitým způsobem každý pracovník. Všem by tedy mělo být vysvětleno, z jakého důvodu byla změna nastavena, co z toho pro jednotlivé skupiny plyne. Novým strategickým cílem by mělo být zvyšování ekonomické přidané hodnoty a každý by se měl s touto myšlenkou ztotožnit a přispívat k dosažení strategického cíle.

Aby bylo strategického cíle dosaženo, musí každý pracovník vědět jakým způsobem k němu přispět. Pracovníci by tedy měli být informováni o dosažených výsledcích v jednotlivých oblastech. Informace by měly být nějakým způsobem seskupeny, nejlépe do přehledné zprávy neboli reportu. Report by měl sestavovat pracovník odpovědný za implementaci nového systému a měl by přitom spolupracovat s řídicí skupinou. Frekvence vytváření reportů by měla být čtvrtletní, tyto reporty by vyhodnocovalo vrcholové vedení s ředitelem společnosti. Roční souhrnný report, zahrnující jedno účetní období, by byl projednán na valné hromadě mezi vlastníky podniku.

Dílčí čtvrtletní reporty by měly obsahovat dosavadní vývoj hospodářského výsledku a jeho transformaci na NOPAT. Sledovat by měly klíčové oblasti jako je zisková marže, vývoj tržeb a nákladů a dále by měly sledovat, zda nedochází k mimořádným událostem, které by se měly promítnout do systému výpočtu ukazatele EVA. Úkolem je tedy hlídat klíčové generátory hodnoty a snažit se včas upozornit na jejich negativní působení na tvorbu hodnoty.

Roční report musí být rozsáhlejší z hlediska obsahu informací. Jeho součástí je výpočet EVA za celé účetní období a měl by být doplněn o všechny doplňkové ukazatele, tedy i CROGA a CFROI. Součástí zprávy bude grafické znázornění pyramidového rozkladu EVA s komentářem. Pyramidový rozklad je dobré zpracovat za dvě po sobě jdoucí účetní období. Každý generátor hodnoty je vhodné doplnit o související tradiční ukazatele měření finanční výkonnosti. Dále je vhodné definovat, zda z dosažených hodnot plynou nějaké bonusy pro pracovníky.

Roční zprávu a hlavně konečné závěry je vhodné ve finální fázi co nejjednodušeji interpretovat i všem ostatním zaměstnancům. Členové řídicí skupiny budou mít na starosti jednotlivé generátory hodnoty, které budou sledovat, analyzovat a následně a interpretovat pracovníkům na nižším stupni řízení.

Motivation

Součástí strategie zavedení nového systému je zajisté i motivace. Pokud jsou pracovníci motivováni určitým způsobem k dosažení výsledků, mohou svou aktivitou přispět k zvýšení hodnoty společnosti. Cílem vlastníků společnosti je maximalizace tržní hodnoty, zaměstnanec chce naopak maximalizovat hodnotu pro něho samotného. Sladit jejich cíle lze využitím EVA při odměňování, kdy má zaměstnanec prospěch ze zvýšení hodnoty pro vlastníka, a tím pádem všechna zaměstnanecká rozhodnutí by měla být v souladu s cíli vlastníka.

Pavelková a Knápková (2005, s. 73) uvádějí další argumenty pro využití EVA v bonusovém systému: *„Jestliže je EVA nulová, vlastníci vydělali ve formě zisku přesně tolik, kolik bylo potřeba na pokrytí nákladů na kapitál. Idea bonusového systému založeného na EVA vychází z předpokladu, že pokud má být vyplacený bonus, vlastníci by měli vydělat více, než očekávali (než jsou náklady obětované příležitosti). Tento druh bonusového systému je pak přínosný pro obě strany – management i vlastníky, protože cílem bude zvýšit EVA.“*

„Problémem je, že podniky chtějí zvýšit produktivitu, zaměstnanci chtějí pro změnu vyšší mzdy. Zaměstnanci však nedokážou přesně odhadnout, kolik by měli dostat. Cítí, že dostávají málo v porovnání s manažery a vlastníky.“

Ukazatel EVA bude průběžně čtvrtletně sledován a jeho roční výše může být využita právě pro výplatu bonusu. Existuje více typů bonusového systému. Manažerům může být vypláceno fixní procento z vytvořené EVA, nebo může být bonusový systém založen na přírůstku EVA. Třetí možností je tzv. moderní verze bonusové systému. Vzhledem k tomu, že společnost XY a.s. nikdy model EVA pro odměňování nevyužívala, je vzhledem k větší složitosti třetího modelu, lepší držet se prvních dvou variant.

Společnosti je tedy doporučeno implementovat fixní procento z celkové vytvořené hodnoty EVA. Díky hodnotám ukazatele EVA, které byly vypočítány v kapitole 6., lze simulovat, jak by takový bonusový systém vypadal.

Tab. 57 Bonusový systém s fixním procentem. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
EVA	14 350	9 358	41 512	19 972	38 366
Bonus 5 %	717	468	2 076	999	1 918
Celkový vyplacený bonus	359	234	1 038	499	959
Dílčí přiděl na bonusový účet	359	234	1 038	499	959
Celkem bonusový účet	359	593	1630	2 130	3 089

Dle bonusového systému s fixním procentem, pokud je EVA kladná, je bonus ve výši 5 % z celkové hodnoty EVA. Tento bonus se ale nevyplácí celý, je v hodné ponechat část na tzv. bonusovém účtu (v bonusové bance) například ve výši 50 %, pro případy, že bude EVA záporná a odměna tak může být vyplacena právě z bonusového účtu. V tomto případě nebyla nikdy vykázána záporná EVA, bonus by byl vyplacen vždy a hodnota bonusového účtu by v průběhu let rostla.

Druhá doporučená verze bonusové systému lépe vystihuje aktuální situace. Zohledňuje aktuální přírůstek nebo úbytek celkové hodnoty EVA. Výpočet je opět simulován na hodnotách EVA společnosti XY a.s. Tentokrát je fixní procentní část bonusu snížena na 3 %. Bonus ze změny ukazatele EVA je stanoven ve výši 8 %. Poměr mezi vyplaceným bonusem a přidělem na bonusový účet je opět 50 %. Bonus je vyplacen jen v případě, že celkový bonus je kladný. Pokud je celkový bonus záporný, ale bonusový účet kladný, je možné vyplácet z bonusové účtu ve výši 20 %.

V roce 2010 došlo ke snížení EVA a bonus z přírůstku by tak byl záporný. Celkový záporný bonus by přešel na bonusový účet. V roce 2011 je celkový bonus kladný a jeho polovina přechází do bonusové banky a snižuje tak její ztrátu. V roce 2012 je celkový bonus záporný,

ale zůstatek v bonusové bance vykazuje kladnou hodnotu 666 tis. Kč a je z této hodnoty možné vyplatit 50 %, v bonusové bance tak zbyde 333 tis. Kč.

Tab. 58 Bonusový systém na základě přírůstků. (Vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
EVA	14 350	9 358	41 512	19 972	38366
Bonus - 3 %	430	281	1245	599	1151
Změna ukazatele EVA		-4 991	32 154	-21 540	18 394
Přírůstek - 8 %		-399	2 572	-1 723	1 472
Celkový bonus		-119	3 818	-1 124	2 622
Vyplacený bonus		0	1 909	333	1 311
Dílčí přiděl do bonusové banky		-119	1 909	-1 124	1 311
Celkem bonusová banka		-119	1 790	333	1 644

Z obou tabulek vyplývá, že nárok na bonus by měli zaměstnanci vždy v prvním případě, v druhém případě jen v posledních letech. V případě druhého způsobu jsou zaměstnanci více motivováni, přírůstek EVA může celkový bonus podstatně zvýšit. V obou případech plní svou funkci bonusový účet, který zamezí demotivaci zaměstnanců a vyplatí se díky němu odměna z předchozích úspěšnějších let. Bonusový systém je nutné pečlivě promyslet, a jeho samotné zavedení neznamena automatické zlepšení hodnoty podniku.

Mindset

Anglický výraz mindset znamená zvýšení ekonomického podvědomí zaměstnanců vzděláváním a komunikací. I tato poslední část strategie je velmi důležitá. Bez pochopení základních principů nemá implementace šanci fungovat správně. Proškolení o novém konceptu by se mělo týkat všech zaměstnanců společnosti. Získat dostatečné informace a praktické zkušenosti lze od externího odborníka ze specializované firmy. To se samozřejmě netýká všech zaměstnanců, podstatné je to především pro řídicí skupinu. Také školení jistě není otázkou jednoho dne, nýbrž delšího časového úseku. Jakmile bude s konceptem seznámena na dostatečné úrovni řídicí skupina, je možné předat informace dál. Ostatní pracovníci nemusí být školeni tak detailně, postačí, když je řídí skupina, informuje o základní myšlence a principu fungování nového systému hodnocení výkonnosti v rámci jednodenního semináře. Nicméně každý ve společnosti musí projít alespoň minimálním školením.

8.3.4 Časový plán implementace

V předchozí části textu byly popsány kroky, které povedou k úspěšnému zavedení nového systému. Nyní je vhodné je shrnout do základních pojmů a zobrazit chronologicky z hlediska času. Protože se nejedná o malou společnost, doba zavedení je otázkou minimálně několika měsíců. Odhadnout přesnou délku není jednoduché, proto bude stanovena orientačně na jeden rok. V prvních dvou měsících jde spíše o samotné přijetí nového projektu a určení odpovědných osob – řídicí skupiny. Samotná implementace by mohla orientačně trvat cca deset měsíců a obsahuje všechny části výše popsané strategie – measurement (M1), management (M2), motivation (M3), mindset (M4). V posledních měsících by mělo dojít k prvnímu zkušebnímu stanovení ekonomické přidané hodnoty (například za třetí čtvrtletí). Díky tomuto zkušebnímu stanovení hodnoty se mohou projednat zjištěné nedostatky – je zde tedy i vymezen prostor pro zpětnou vazbu. Pokud nebudou zjištěny významné nedostatky, je v dalším roce možné projekt prakticky aplikovat.

Tab. 59 Časový plán. (Vlastní zpracování)

Měsíc		Konkrétní činnost	Odpovědnost
Leden		Seznámení se základní myšlenkou	autor projektu
		Rozhodnutí o přijetí projektu.	vlastníci a vedení společnosti
		Prvotní seznámení vrcholových zaměstnanců s projektem	vedení společnosti
Únor		Volba externího odborníka	vedení společnosti
		Zvolení vedoucího řídicí skupiny	vedení společnosti
		Sestavení řídicí skupiny	vedoucí řídicí skupiny
Březen	M4	Odborné školení řídicí skupiny	externí odborník
Duben			
Květen			
Červen			
Červenec	M1	Určení způsobu měření EVA + ostatních měřítek	finanční oddělení
Srpen		Příprava účetních dat a informací pro výpočet moderních ukazatelů, stanovení generátorů hodnoty	finanční oddělení a řídicí skupina
Září			
Říjen	M3	Definování bonusové systému	vedení společnosti
Listopad	M2	Dokončení implementace, první průběžný výpočet ukazatele EVA a doplňkových moderních měřítek, reporting, zpětná vazba	finanční oddělení a řídicí skupina
Prosinec			

8.4 Zhodnocení projektu

Zhodnocení projektu se bude týkat hlavně oblasti přínosů projektu, nákladů na projekt a rizikům, které ze zavedení plynou. Přínosy lze spatřit v komplexnosti systému. Zavedení ukazatele EVA jako vrcholového a dalších doplňkových ukazatelů, není v rámci navrhované implementace příliš složité. I nadále je nutné sledovat dosavadní klasická měřítka, protože EVA je částečně jejich nadstavbou. Změna se týká hlavně konečného vyhodnocení finanční výkonnosti, na kterou bude nahlíženo z jiného úhlu. Jedná se více méně o to, že společnost bude na svůj majetek a kapitál nahlížet jinak než doposud. Hlavní činnost podniku nebudou zkreslovat vedlejší příjmy. Správná implementace by mohla motivovat zaměstnance a podporovat tak růst hodnoty. Jak vyplynulo z konkrétního hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s., dokázala maximalizovat svoji hodnotu v každém roce. Bude-li maximalizovat svoji hodnotu nadále, upevní si svoji pozici na trhu. Generátory hodnoty usnadní řídicím zaměstnancům sledování činností, které k maximalizaci hodnoty přispívají nejvíce a které naopak nejméně. Díky tomu, že je ve výpočtu ukazatele EVA počítáno s průměrnými váženými náklady na kapitál, zahrnuje do své hodnoty společnost faktor rizika. EVA tak může být využita pro hodnocení investičních projektů nebo i pro případné samotné ocenění společnosti XY a.s.

Náklady nebudou konkrétně vyčísleny, protože by se jednalo pouze o odhad. Výsledná částka by mohla být značně zkreslená. Lépe bude identifikovat, o jaké náklady se vůbec jedná. Důležité je dosáhnout toho, aby samotná implementace nebyla dražší než výsledný efekt. Vysokou položkou v rámci projektu je samotné školení řídicí skupiny externím specialistou. Školení pro ostatní zaměstnance provede řídicí skupina, nicméně i pokud by členové řídicí skupiny školili ostatní zaměstnance v pracovní době, vznikají oportunitní náklady. Zaměstnanci tímto ztrácí čas na práci a zvyšování produktivity společnosti. Další oportunitní náklady vzniknou samotnou přípravou výpočtu ukazatele EVA, vytvářením reportu a celkovým časem stráveným rozborem a vyhodnocováním ukazatele. Náklady jsou tedy vztaženy ke školení a také k času, které stráví kvalifikovaná řídicí skupina zaměstnanců nad implementací a praktickou aplikací projektu. K implementaci projektu na navržené úrovni složitosti není potřeba softwarové vybavení, postačí tabulkový program typu MS Excel a další náklady spojené s informační technologií tak nevzniknou.

Rizika projektu tkví jistě v nedůvěře fungování. Moderní měřítka i přes své pojmenování v současnosti již tak „moderní“ ve světě nejsou, čemuž odpovídají data, kdy byla poprvé

představena. V rámci podnikatelského prostředí v České republice, ale běžná stále nejsou, možná proto, že zde není tak vyspělý kapitálový trh. Samotná neznalost tohoto modelu bude nejspíš hlavním rizikem. Jistě existují předsudky o složitosti využívání takových měřítek. S tím souvisí množství doporučených úprav vstupních dat, což může rovněž odradit od používání konceptu. Společnost se ale může držet jen několika doporučených úprav, které byly využity v praktické části. Dalším rizikem může být budoucí opuštění nového systému hodnocení výkonnosti, protože nedostojí očekávanému zvyšování hodnoty. K tomu samozřejmě dojde buďto chybou na straně společnosti, kdy mohly být nesprávně identifikovány generátory hodnoty, rovněž může dojít k neočekávaným změnám faktorů, jež nelze ovlivnit. Důležité je držet se nového systému, hledat možné chyby a neustále ho zlepšovat.

ZÁVĚR

Diplomová práce byla zaměřena na hodnocení finanční výkonnosti společnosti XY a.s. v letech 2009 až 2013. Na teoretickou část, která se věnovala kritické literární rešerši odborné literatury věnující se této aktuální oblasti podnikové řízení, navazovala část praktická. V rámci literární rešerše byly objasněny nové postupy se zaměřením na tvorbu hodnoty, které lze označit i jako Value Based Management. Vybrané postupy měření a hodnocení finanční výkonnosti společnosti byly využity právě v praktické části diplomové práce. Nebyla opomenuta klasická finanční analýza, nicméně práce se zabývala zejména tzv. moderními měřítky hodnocení finanční výkonnosti. Na základě zvolené metodiky bylo postupováno při výpočtu v praktické části na základě dostupných účetních dat. Pro projektovou část a konkrétně pro výpočet moderních ukazatelů bylo nutné účetní data transformovat na data ekonomická a rovněž bylo nutné získat další doplňující informace z odborných dostupných zdrojů. Ze všech přístupů k hodnocení finanční výkonnosti společnosti popsanych v teoretické části, byly pro praktickou část využity následující: EVA, RONA, CFROI, CROGA a CVA.

Z úvodu praktické části vyplynulo, že společnost hospodaří v odvětví, které se podílí na tržbách za vlastní výrobky a služby celého zpracovatelského průmyslu, docela výrazným způsobem. Dle klasické finanční analýzy dosáhla společnost zisku ve všech jednotlivých letech, využívala svůj majetek efektivně, udržovala vyšší likviditu a nebyla výrazným způsobem zadlužena. Společnost byla stejně jako celé odvětví silně ovlivněna důsledky hospodářské krize. V rámci srovnání s výsledky finanční analýzy odvětví, ve kterém působí, je společnost XY a.s. lepší v oblasti rentability, zadluženosti i aktivity. Na rozdíl od odvětví vytvořila ve všech letech kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, vypočítanou na základě účetních dat dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Na analytickou část navazoval samotný výpočet moderních měřítek, největší prostor byl věnován ukazateli EVA a CFROI. Vyjádřeny byly vážené průměrné náklady na kapitál, bez nichž nelze moderní ukazatele vypočítat. Podnik využíval spíše vlastní zdroje financování, přitom zjištěné náklady na tento kapitál byly podstatně vyšší. Dále bylo aplikováno několik úprav účetních dat, které se jeví jako vhodné, pro získání reálných ekonomických dat nutných pro výpočet ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel EVA hodnotil finanční výkonnost společnosti velmi dobře, protože došlo k vytvoření kladné hodnoty v každém roce. Z dalších rozborů vyplynulo, že důležitým generátorem hodnoty je samotná velikost tržeb a rovněž

podíl přidané hodnoty a tržeb. Důležité je rovněž sledovat samotnou rentabilit investovaného kapitálu. Naopak náklady kapitálu byly víceméně konstantní bez výrazných výkyvů po celé období. Zhruba stejně velký prostor jako ukazateli EVA, byl věnován i ukazateli CRFOI. Zde opět došlo k úpravě dat, pro zjištění životnosti aktiv, hrubých investic a hrubého cash flow, které výslednou hodnotu CFROI ovlivňovalo nejvíce. Ze získaného množství nových dat, byla následně vypočítána další moderní měřítka. Ze vzájemného porovnání jednotlivých metod hodnocení finanční výkonnosti vyplynulo, že výsledky jak klasických tak i moderních přístupů prokazovaly v letech 2009 až 2013 v případě společnosti XY a.s. velmi podobný trend. Nenastala tedy situace, že by moderní měřítka zásadně (negativně či pozitivně) popřela výsledky klasických měřítek.

Cílem práce bylo, mimo hodnocení finanční výkonnosti, navrhnout vhodný systém jejího měření. Na základě výsledků bylo společnosti XY a.s. doporučeno implementovat ukazatel ekonomické přidané hodnoty, ostatní měřítka sledovat pouze informativně neboli doplňkově. Jednotlivé navržené kroky implementace vycházely z tzv. 4M, které doporučuje společnost, která se za vyvinutí ukazatele ekonomické přidané hodnoty zasloužila.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografie:

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, c2014. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 889 s. ISBN 978-0-07-803476-3.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2008. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

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

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 135 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.

KOCMANOVÁ, Alena, Jiří HŘEBÍČEK a Marie DOČEKALOVÁ, 2013. *Měření podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Brno: Littera, 252 s. ISBN 978-80-85763-77-5.

MAREK, Petr, 2006. *Studijní průvodce financemi podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 624 s. ISBN 80-861-1937-8.

MARINIČ, Pavel, 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.

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

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 302 s. ISBN 80-86131-63-7.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 735 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-247-3024-0.

ROSS, Stephen A, Randolph WESTERFIELD a Jeffrey F JAFFE, 2008. *Corporate finance*. 8th ed. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 926 s. ISBN 0-07-310590-2.

RŮČKOVÁ, Petra, 2010. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: Grada, 139 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3308-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2010. *Cash flow*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 191 s. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-3130-5.

SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ, 2009. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 301 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.

VALACH, Josef, 1999. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 324 s. ISBN 80-861-1921-1.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 246 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3647-1.

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.

YOUNG, S a Stephen F O'BYRNE, c2001. *EVA and value based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw Hill, 493 p. ISBN 00-713-6439-0.

Elektronické zdroje:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. 2014. Česká národní banka [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. 2015. Český statistický úřad [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/domov>

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online* [online]. New York: Stern School of Business at New York University, 2015 [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky. 2010. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky. 2011. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky. 2012. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky. 2013. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky. 2014. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Zpracovatelský průmysl. 2014. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Zpracovatelský průmysl. 2013. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2012* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Zpracovatelský průmysl. 2012. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2011* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument107939.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Zpracovatelský průmysl. 2011. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2010* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument102273.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Zpracovatelský průmysl. 2010. *Panorama zpracovatelského průmyslu 2009* [online]. [cit. 2015-03-03]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument84178.html>

Ostatní zdroje:

Výroční zpráva společnosti XY a.s. 2007 – 2013.

Interní materiály společnosti XY a.s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

β	Koeficient beta vyjadřující rizikovost společnosti k průměrné rizikovosti trhu
a.s.	Akciová společnost
B2B	Business-to-Business. Obchodní vztahy mezi obchodními společnostmi.
B2C	Business-to-Customer. Obchodní vztahy mezi obchodními společnostmi a koncovými zákazníky
BSC	Balanced Scorecard
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CZ	Cizí zdroje
CFROI	Cash Flow Return on Investment – Provozní návratnost investice
CPI	Index spotřebitelských cen
CROGA	Cash Return on Gross Assets – Rentabilita hrubých aktiv
CVA	Cash Value Added – Peněžní přidaná hodnota
CZ	Cizí zdroje
ČZ	Čistý zisk
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Discounted Cash Flow – Diskontované cash flow
DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
EAT	Earnings After Taxes – Čistý zisk
EBT	Earnings Before Taxes – Zisk před zdaněním
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes – Zisk před úroky a zdaněním

EBITDA	Earning Before Interest Taxes, Depreciation and amortization – Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EPS	Earnings per Share – Zisk na akcii
FM	Finanční majetek
EVA	Economic Value Added – Ekonomická přidaná hodnota
GA	Gross Assets – stálá provozní aktiva
IRR	Internal Rate of Return – Vnitřní výnosové procento
Kč	Koruna česká
KNPO	Komplexní náklady příštího období
KFM	Krátkodobý finanční majetek
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Market Value Added – Tržní přidaná hodnota
OA	Oběžná aktiva
OATCF	Operating after Cash Flow – Provozní cash flow po zdanění
Obr.	Obrázek
ON	Osobní náklady
Ost.	Ostatní
NOA	Net Operating Assets – Čistá operativní aktiva
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes – Čistý provozní zisk po zdanění
NPV	Net Present Value – Čistá současná hodnota
PH	Přidaná hodnota
p.s.	Per semestre
r_e	Náklady na vlastní kapitál
r_f	Bezriziková úroková míra
$r_{FINSTAB}$	Riziková přírážka za finanční stabilitu
r_{FNSTRU}	Riziková přírážka za finanční strukturu

r_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
ROA	Return on Assets – Rentabilita aktiv
ROE	Return on Equity – Rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Return on Investment – Rentabilita vloženého kapitálu
RONA	Return on Net Assets – Rentabilita čistých aktiv
ROS	Return on Sales – Rentabilita tržeb
r_{POD}	Riziková přírážka za podnikatelské riziko společnosti
SMV	Samostatné movité věci
SVA	Shareholder Value Added - Přidaná hodnota pro akcionáře
Tab.	Tabulka
Tis.	Tisíc
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital – Vážené průměrné náklady kapitálu
ZK	Základní kapitál
ZP	Zpracovatelský průmysl

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1 Rozklad ukazatele EVA.</i>	31
<i>Obr. 2 Vývoj EBIT společnosti XY a.s.</i>	47
<i>Obr. 3 Srovnání doby obratu pohledávek, zásob a závazků.</i>	56
<i>Obr. 4 Vývoj Altmanova modelu.</i>	58
<i>Obr. 5 Vývoj indexu IN05.</i>	59
<i>Obr. 6 Vývoj výsledků Kralickova Quiktestu.</i>	59
<i>Obr. 7 Porovnání vybraných poměrových ukazatelů prostřednictvím Spider analýzy</i>	60
<i>Obr. 8 Vývoj účetní EVA a dalších vybraných ukazatelů.</i>	61
<i>Obr. 9 Srovnání vybraných klasických ukazatelů.</i>	87
<i>Obr. 10 Srovnání účetního a ekonomického modelu EVA.</i>	88
<i>Obr. 11 Srovnání moderních měřítek.</i>	89

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti podniku.....</i>	<i>15</i>
<i>Tab. 2 Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2009-2013.</i>	<i>41</i>
<i>Tab. 3 Podíl CZ-NACE 25 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb Zpracovatelského průmyslu</i>	<i>42</i>
<i>Tab. 4 Podíl CZ-NACE 25.1 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb.</i>	<i>43</i>
<i>Tab. 5 SWOT analýza společnosti XY a.s.</i>	<i>43</i>
<i>Tab. 6 Vývoj zisku společnosti XY a.s.</i>	<i>46</i>
<i>Tab. 7 Zkrácený výkaz cash flow.</i>	<i>48</i>
<i>Tab. 8 Rozdílové ukazatele.</i>	<i>51</i>
<i>Tab. 9 Ukazatele rentability.....</i>	<i>52</i>
<i>Tab. 10 Ukazatele likvidity.</i>	<i>53</i>
<i>Tab. 11 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury.....</i>	<i>54</i>
<i>Tab. 12 Ukazatele aktivity.</i>	<i>55</i>
<i>Tab. 13 Paralelní rozklad ROE.</i>	<i>57</i>
<i>Tab. 14 Výpočet EVA z účetních dat.</i>	<i>61</i>
<i>Tab. 15 Aktivace leasingu v roce 2007 až 2009 na současnou hodnotu.</i>	<i>64</i>
<i>Tab. 16 Aktivace nákladů na vzdělávání v tis. Kč.</i>	<i>64</i>
<i>Tab. 17 Vývoj nedokončených investic.</i>	<i>65</i>
<i>Tab. 18 Vyloučení DFM.....</i>	<i>65</i>
<i>Tab. 19 Vyloučení zemědělské výroby.</i>	<i>66</i>
<i>Tab. 20 Vývoj neúročeného cizího kapitálu.</i>	<i>66</i>
<i>Tab. 21 Vymezení NOA v jednotlivých letech.</i>	<i>67</i>
<i>Tab. 22 Vymezení kapitálu v jednotlivých letech.</i>	<i>67</i>
<i>Tab. 23 Vývoj nákladových úroků.....</i>	<i>68</i>
<i>Tab. 24 Vyloučení VH za mimořádnou činnost a zemědělskou výrobu.</i>	<i>68</i>
<i>Tab. 25 Úprava NOPAT vlivem aktivace nákladů.....</i>	<i>69</i>
<i>Tab. 26 Výpočet NOPAT.....</i>	<i>69</i>
<i>Tab. 27 Výpočet úrokové sazby alternativním způsobem.</i>	<i>70</i>
<i>Tab. 28 Výpočet nákladů na bankovní úvěr.....</i>	<i>70</i>
<i>Tab. 29 Výpočet nákladů na dluhopisy.....</i>	<i>71</i>
<i>Tab. 30 Průměrné náklady dluhu.</i>	<i>71</i>
<i>Tab. 31 Výpočet nákladů metodou CAPM.....</i>	<i>72</i>

<i>Tab. 32 Výpočet nákladů stavebnicovou metodou.</i>	72
<i>Tab. 33 Odvození nákladů na VK od ROE v odvětví.</i>	73
<i>Tab. 34 Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál.</i>	73
<i>Tab. 35 Výpočet průměrných nákladů na vlastní kapitál.</i>	73
<i>Tab. 36 Výpočet WACC.</i>	74
<i>Tab. 37 Výpočet EVA dle ekonomického modelu.</i>	74
<i>Tab. 38 Výpočet relativní EVA.</i>	75
<i>Tab. 39 Výpočet ukazatele RONA.</i>	75
<i>Tab. 40 Úprava odepisovaných aktiv.</i>	76
<i>Tab. 41 Výpočet doby životnosti aktiv.</i>	76
<i>Tab. 42 Koeficient pro přepočet na současnou kupní sílu.</i>	77
<i>Tab. 43 Výpočet odepisovaných aktiv.</i>	77
<i>Tab. 44 Monetární aktiva a neúročené závazky.</i>	77
<i>Tab. 45 Výpočet neodepisovaných aktiv v současné hodnotě.</i>	78
<i>Tab. 46 Výpočet brutto investiční báze.</i>	78
<i>Tab. 47 Výpočet brutto cash flow</i>	79
<i>Tab. 48 Výpočet ztráty z držby peněz.</i>	79
<i>Tab. 49 Výpočet ukazatele CFROI.</i>	80
<i>Tab. 50 Výpočet CFROI_{spread}.</i>	80
<i>Tab. 51 Výpočet GA – hrubých aktiv.</i>	81
<i>Tab. 52 Výpočet OATCF – provozního CF po zdanění.</i>	81
<i>Tab. 53 Výpočet CROGA a CROGA_{spread}.</i>	81
<i>Tab. 54 Výpočet peněžní přidané hodnoty.</i>	82
<i>Tab. 55 Citlivostní analýza ukazatele EVA.</i>	84
<i>Tab. 56 Návrh systému hodnocení výkonnosti.</i>	91
<i>Tab. 57 Bonusový systém s fixním procentem.</i>	97
<i>Tab. 58 Bonusový systém na základě přírůstků.</i>	98
<i>Tab. 59 Časový plán.</i>	99

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha P I Vzorce pro výpočet poměrových ukazatelů
- Příloha P II Zkrácený výkaz zisku a ztráty společnosti XY a.s. 2009 – 2010
- Příloha P III Zkrácená rozvaha společnosti XY a.s. 2009 – 2013
- Příloha P IV Horizontální a vertikální analýza rozvahy společnosti XY a.s.
- Příloha P V Horizontální a vertikální analýza VZZ společnosti XY a.s.
- Příloha P VI Pyramidový rozklad ROE
- Příloha P VII Bankrotní a bonitní modely
- Příloha P VIII Účetní ekonomická přidaná hodnota – odvětví
- Příloha P IX Rating společností a riziková prémie pro ČR
- Příloha P X Pyramidový rozklad EVA 2011/2012
- Příloha P XI Pyramidový rozklad EVA 2012/2013
- Příloha P XII Pyramidový rozklad CFROI 2012/2013
- Příloha P XII Organizační struktura společnosti XY a.s.

PŘÍLOHA P I: VZORCE PRO VÝPOČET POMĚROVÝCH UKAZATELŮ

Ukazatele rentability:

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Tržby}}$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

$$\text{Rentailita úplatného kapitálu (ROCE)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Úplatný kapitál}}$$

Ukazatele likvidity:

$$\text{Běžná likvidita (III. stupně)} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}}$$

$$\text{Pohotová likvidita (II. stupně)} = \frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{KFM}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}}$$

$$\text{Hotovostní likvidita (I. stupně)} = \frac{\text{KFM}}{\text{Krátkodobé cizí zdroje}}$$

Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}$$

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku VK} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

$$\text{Krytí DM dlouhodobými zdroji} = \frac{\text{Vlastní kapitál} + \text{dlouh. cizí zdroje}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

Ukazatele aktivity

$$\text{Obrat celkových aktiv (rychlost)} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Obrat zásob (rychlost)} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

$$\text{Doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Tržby}} \times 360$$

$$\text{Doba obratu závazků (dny)} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}} \times 360$$

$$\text{Doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}} \times 360$$

PŘÍLOHA P II: ZKRÁCENÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
SPOLEČNOSTI XY A.S. 2009 – 2010

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží					
Náklady vynaložené na prodané zboží					
Obchodní marže					
Výkony	281 281	308 803	465 890	351 531	332 140
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	280 915	305 290	462 547	342 840	323 649
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-574	2 652	2 509	7 695	7 301
Aktivace	940	861	834	996	1 190
Výkonová spotřeba	154 354	192 467	286 179	194 707	169 225
Spotřeba materiálu a energie	126 125	151 172	210 962	157 581	136 376
Služby	28 229	41 295	75 217	37 126	32 849
Přidaná hodnota	126 927	116 336	179 711	156 824	162 915
Osobní náklady	84 409	84 207	105 152	99 614	98 740
Mzdové náklady	66 010	62 602	78 132	73 970	73 026
Odměny členům orgánů společnosti a družstva					234
Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	18 399	20 844	26 112	24 731	24 587
Sociální náklady		761	908	913	893
Daně a poplatky	1 551	1 655	1 504	1 316	1 542
Odpisy DNM a DHM	8 029	8 219	7 829	11 037	11 309
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 609	3 039	4 103	2 917	3 454
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	297	171	3 509	2 322	1 082
Tržby z prodeje materiálu	1 312	2 868	594	595	2 372
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	522	1 988	1 967	984	942
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	54	142	124	109	56
Prodaný materiál	468	1 846	1 967	875	886
Změna stavu rezerv, OP v prov. oblasti a KNPO	-461	-1 697	-2 300	-2 999	639
Ostatní provozní výnosy	3 347	3 277	3 803	4 674	3 637
Ostatní provozní náklady	1 639	1 442	4 069	4 747	1 629
Provozní výsledek hospodaření	36 194	26 838	69 396	49 716	55 205
Výnosové úroky	107	1 115	864	1 302	3 645
Nákladové úroky	1 708	2 257	1 175	594	3 652
Ostatní finanční výnosy	33 603	6 215	12 867	8 253	11 933
Ostatní finanční náklady	38 120	7 706	10 240	9 074	6 451
Finanční výsledek hospodaření	-5 118	-2 633	2 316	-113	5 475
Daň z příjmů za běžnou činnost	5 769	4 477	13 674	7 952	9 474
- splatná	5 316	4 340	12 682	8 920	11 189
- odložená	453	137	992	-968	-1 715
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	24 307	19 728	58 038	41 651	51 206
Daň z příjmů z mimořádné činnosti					-116
- splatná					-116
- odložená					
Mimořádný výsledek hospodaření					116
Výsledek hospodaření za účetní období	24 307	19 728	58 038	41 651	51 322
Výsledek hospodaření před zdaněním	30 076	24 205	71 712	49 603	60 680

PŘÍLOHA P III: ZKRÁCENÁ ROZVAHA SPOLEČNOSTI XY A.S.

2009 – 2013

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	217 339	236 452	255 766	303 631	331 080
Pohledávky za upsaný dlouhodobý kapitál					
Dlouhodobý majetek	77 740	68 402	97 139	131 405	160 851
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 296	324	521	295	383
Software	1 212	324	521	295	383
Ocenitelná práva	84				
Dlouhodobý hmotný majetek	76 444	68 078	96 618	85 480	115 058
Pozemky	3 019	3 004	3 004	3 004	3 004
Stavby	49 234	41 651	57 244	48 232	52 398
Samostatné movité věci a soubory movit. věcí	23 263	22 063	35 760	32 731	35 864
Dospělá zvířata a jejich skupiny	611	464	410	460	586
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	6	6	6	6	
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	311	890	194	1 047	23 206
Dlouhodobý finanční majetek				45 630	45 410
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly				45 000	45 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek				630	410
Oběžná aktiva	138 542	167 619	157 836	171 422	169 159
Zásoby	17 598	24 898	28 955	39 228	46 932
Materiál	14 621	19 268	20 817	23 394	23 798
Nedokončená výroba a polotovary	2 326	4 943	7 072	14 900	22 075
Výrobky	151	133	263	205	361
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	500	554	803	729	698
Dlouhodobé pohledávky	220	335	428	1 236	434
Pohledávky z obchodních vztahů					4
Dohadné účty aktivní				820	
Jiné pohledávky	220	335	428	416	430
Krátkodobé pohledávky	26 421	63 749	33 887	51 538	70 150
Pohledávky z obchodních vztahů	19 007	50 499	29 155	44 681	58 136
Stát - daňové pohledávky	3 363	9 221	1 885	3 373	5 185
Krátkodobé poskytnuté zálohy	673	1 328	619	1 423	5 639
Dohadné účty aktivní	3 378	2 701	2 228	1 257	519
Jiné pohledávky				804	671
Krátkodobý finanční majetek	94 303	78 637	94 566	79 420	51 643
Peníze	304	381	224	228	236
Účty v bankách	93 999	66 256	94 342	79 192	51 407
Požizovaný krátkodobý finanční majetek		12 000			
Časové rozlišení	1 057	431	791	804	1 072
Náklady příštího období	1 057	431	601	604	566
Příjmy příštích období			190	200	506

(v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM	217 339	236 452	255 766	303 631	331 082
Vlastní kapitál	145 909	150 571	196 423	216 966	243 985
Základní kapitál	2 130	5 400	5 400	5 400	108 000
Základní kapitál	2 130	5 400	5 400	5 400	108 000
Kapitálové fondy	176	176	176	176	
Ostatní kapitálové fondy	176	176	176	176	
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	119 296	125 267	132 809	132 901	51 235
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	213	540	540	540	21 600
Statutární a ostatní fondy	119 083	124 727	132 269	132 361	29 635
Výsledek hospodaření minulých let				36 838	33 428
Nerozdělený zisk minulých let				36 838	33 428
Výsledek hospodaření běžného účetního období	24 307	19 728	58 038	41 651	51 322
Cizí zdroje	69 471	84 681	58 902	86 665	87 097
Rezervy	1 275				
Rezervy podle zvláštních předpisů	1 275				
Dlouhodobé závazky	5 218	5 355	6 347	65 430	63 706
Vydané dluhopisy				60 000	60 000
Dohadné účty pasivní				50	41
Odložený daňový závazek	5 218	5 355	6 347	5 380	3 665
Krátkodobé závazky	53 766	72 946	49 007	20 519	23 391
Závazky z obchodních vztahů	10 781	16 708	26 580	13 147	15 736
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení			15 000		
Závazky k zaměstnancům	40 714	52 887	4 600	4 466	4 674
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	1 707	2 457	2 620	2 473	2 621
Krátkodobé přijaté zálohy	149	144			235
Dohadné účty pasivní	415	750	187	433	125
Jiné závazky			20		
Bankovní úvěry a výpomoci	9 212	6 380	3 548	716	
Bankovní úvěry dlouhodobé	9 212	6 380	3 548	716	
Krátkodobé bankovní úvěry					
Krátkodobé finanční výpomoci					
Časové rozlišení	1 959	1 200	441		
Výnosy příštích období	1 959	1 200	441		

PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY SPOLEČNOSTI XY A.S.

	Horizontální analýza					Vertikální analýza				
	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA CELKEM	9 %	9 %	8 %	19 %	9 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	12 %	-12 %	42 %	35 %	22 %	35 %	29 %	38 %	43 %	49 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	11 %	-75 %	61 %	-43 %	30 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobý hmotný majetek	12 %	-11 %	42 %	-12 %	35 %	34 %	29 %	38 %	28 %	35 %
Dlouhodobý finanční majetek					0 %	0 %	0 %	0 %	15 %	14 %
Oběžná aktiva	9 %	21 %	-6 %	9 %	-1 %	64 %	71 %	62 %	56 %	51 %
Zásoby	-20 %	41 %	16 %	35 %	20 %	11 %	11 %	11 %	13 %	14 %
Dlouhodobé pohledávky	-44 %	52 %	28 %	189 %	-65 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Krátkodobé pohledávky	-60 %	141 %	-47 %	52 %	36 %	33 %	27 %	13 %	17 %	21 %
Krátkodobý finanční majetek	136 %	-17 %	20 %	-16 %	-35 %	20 %	33 %	37 %	26 %	16 %
Časové rozlišení	-41 %	-59 %	84 %	2 %	33 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
PASIVA CELKEM	9 %	9 %	8 %	19 %	9 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	17 %	3 %	30 %	10 %	12 %	67 %	64 %	77 %	71 %	74 %
Základní kapitál	0 %	154 %	0 %	0 %	1900 %	1 %	2 %	2 %	2 %	33 %
Kapitálové fondy	0 %	0 %	0 %	0 %	-100 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	25 %	5 %	6 %	0 %	-61 %	55 %	53 %	52 %	44 %	15 %
Výsledek hospodaření minulých let					-9 %	0 %	0 %	0 %	12 %	10 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-11 %	-19 %	194 %	-28 %	23 %	11 %	8 %	23 %	14 %	16 %
Cizí zdroje	-6 %	22 %	-30 %	47 %	0 %	32 %	36 %	23 %	29 %	26 %
Rezervy	-31 %	-100 %				1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobé závazky	9 %	3 %	19 %	931 %	-3 %	2 %	2 %	2 %	22 %	19 %
Krátkodobé závazky	-3 %	36 %	-33 %	-58 %	14 %	25 %	31 %	19 %	7 %	7 %
Bankovní úvěry a výpomoci	-24 %	-31 %	-44 %	-80 %	-100 %	4 %	3 %	1 %	0 %	0 %
Časové rozlišení		-39 %	-63 %	-100 %		1 %	1 %	0 %	0 %	0 %

PŘÍLOHA P V: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ SPOLEČNOSTI XY A.S.

	Horizontální analýza					Vertikální analýza				
	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2009	2010	2011	2012	2013
VÝNOSY CELKEM	-22 %	1 %	51 %	-24 %	-4 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Výkony	-27 %	10 %	51 %	-25 %	-6 %	88 %	96 %	96 %	95 %	94 %
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-27 %	9 %	52 %	-26 %	-6 %	88 %	95 %	95 %	93 %	91 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	14 %	-562 %	-5 %	207 %	-5 %	0 %	1 %	1 %	2 %	2 %
Aktivace	27 %	-8 %	-3 %	19 %	19 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Tržby z prodeje DM a materiálu	-50 %	89 %	35 %	-29 %	18 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Ostatní provozní výnosy	-7 %	-2 %	16 %	23 %	-22 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Výnosové úroky	15 %	942 %	-23 %	51 %	180 %	0 %	0 %	0 %	0 %	1 %
Ostatní finanční výnosy	65 %	-82 %	107 %	-36 %	45 %	11 %	2 %	3 %	2 %	3 %
NÁKLADY CELKEM	-23 %	3 %	39 %	-23 %	-8 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Výkonová spotřeba	-37 %	25 %	49 %	-32 %	-13 %	53 %	65 %	69 %	61 %	58 %
Spotřeba materiálu a energie	-36 %	20 %	40 %	-25 %	-13 %	44 %	51 %	51 %	49 %	46 %
Služby	-43 %	46 %	82 %	-51 %	-12 %	10 %	14 %	18 %	12 %	11 %
Osobní náklady	-14 %	0 %	25 %	-5 %	-1 %	29 %	28 %	25 %	31 %	34 %
Daně a poplatky	26 %	7 %	-9 %	-13 %	17 %	1 %	1 %	0 %	0 %	1 %
Odpisy DNM a DHM	9 %	2 %	-5 %	41 %	2 %	3 %	3 %	2 %	3 %	4 %
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	-60 %	281 %	-1 %	-50 %	-4 %	0 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Změna stavu rezerv, OP v provozní oblasti a KNPO	-17 %	268 %	36 %	30 %	-121 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	0 %
Ostatní provozní náklady	13 %	-12 %	182 %	17 %	-66 %	1 %	0 %	1 %	1 %	1 %
Nákladové úroky	11 %	32 %	-48 %	-49 %	515 %	1 %	1 %	0 %	0 %	1 %
Ostatní finanční náklady	81 %	-80 %	33 %	-11 %	-29 %	13 %	3 %	2 %	3 %	2 %

PŘÍLOHA P VI: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD ROE

		ČZ/VK		Ukazatel			
		16,66%		2009			
		13,10%		2010			
		29,55%		2011			
		19,20%		2012			
		21,03%		2013			
		x					
		ČZ/V	V/A	A/VK			
		7,60%	1,47	1,49			
		6,12%	1,36	1,57			
		11,90%	1,91	1,30			
		11,30%	1,21	1,40			
		14,46%	1,07	1,36			
		x					
ČZ/EBT	EBT/V	V/DHM	DHM/A	CK/VK	FM/Kr.záv.	Kr.záv./CK	FM/A
0,81	9,4%	4,19	0,35	0,48	1,75	0,77	0,43
0,82	7,5%	4,74	0,29	0,56	1,08	0,86	0,33
0,81	14,7%	5,05	0,38	0,30	1,93	0,83	0,37
0,84	13,5%	4,31	0,28	0,40	3,87	0,24	0,26
0,85	17,1%	3,08	0,35	0,36	2,21	0,27	0,16
		x					
		V/V	Ná/V				
		1	90,60%				
		1	92,49%				
		1	- 85,29%				
		1	86,55%				
		1	82,90%				
		+					
Ná pr.zb./V	VS/V	Odp./V	ON/V	NÚ/V	Ost.Ná/V		
0	48,24%	2,51%	26,38%	0,53%	12,93%		
0	59,69%	2,55%	26,11%	0,70%	3,44%		
0	58,70%	1,61%	21,57%	0,24%	3,18%		
0	52,81%	2,99%	27,02%	0,16%	3,56%		
0	47,69%	3,19%	27,83%	1,03%	3,16%		

PŘÍLOHA P VII: BANKROTNÍ A BONITNÍ MODELY

Výpočet Altmanova modelu					
	2009	2010	2011	2012	2013
0,717 x ČPK/A	0,28	0,29	0,31	0,36	0,32
0,847 x ČZ/A	0,09	0,07	0,19	0,12	0,13
3,107 x EBIT/A	0,45	0,35	0,89	0,51	0,60
0,420 x VK/CZ	0,88	0,75	1,40	1,05	1,18
0,998 x T/A	1,29	1,29	1,80	1,13	0,98
Z-skóre	3,00	2,74	4,59	3,16	3,20

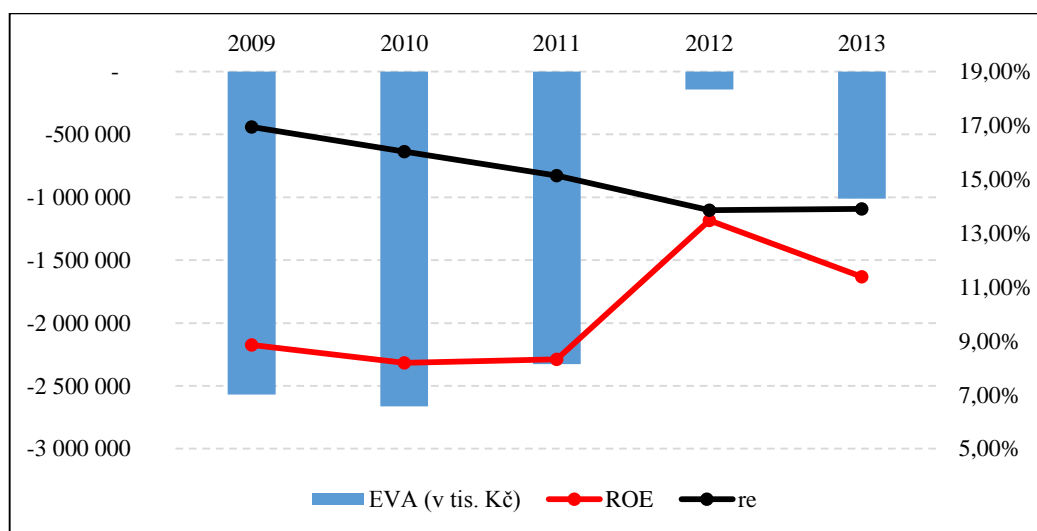
Výpočet indexu IN05					
	2009	2010	2011	2012	2013
0,13 x A/CZ	0,41	0,36	0,56	0,46	0,49
0,04 x EBIT/NÚ	0,74	0,47	2,48	3,38	0,70
3,97 x EBIT/A	0,58	0,44	1,13	0,66	0,77
0,21 x V/A	0,31	0,29	0,40	0,25	0,23
0,09 x OA/(KCZ+KBÚ)	0,23	0,21	0,29	0,75	0,65
IN05	2,27	1,77	4,87	5,50	2,85

Výpočet Kralickova Quicktestu					
	2009	2010	2011	2012	2013
Finanční stabilita					
R1 = VK/A	0,67	0,64	0,77	0,71	0,74
Body	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
R2 = (CZ - peníze – bank. úč.)/Provozní CF	-0,33	-9,21	-0,54	-1,11	0,98
Body	0	0	0	0	0
Výnosová situace					
R3 = EBIT/A	0,15	0,11	0,28	0,17	0,19
Body	4	2	4	4	4
R4 = Provozní CF/Výkony	0,27	-0,01	0,14	-0,02	0,11
Body	4	0	4	0	4
Celkový výsledek	3	1,5	3	2	3

Bodování Kralickova Quicktestu					
	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	> 0,3
R2	< 3	3 - 5	5 - 12	12 - 30	> 30
R3	< 0	0-0,08	0,08-0,12	0,12-0,15	> 0,15
R4	< 0	0-0,05	0,05-0,08	0,08-0,1	> 0,1

PŘÍLOHA P VIII: ÚČETNÍ EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – ODVĚTVÍ

Odvětví	2009	2010	2011	2012	2013
r_e	16,95 %	16,03 %	15,14 %	13,86 %	13,90 %
ROE	8,85 %	8,19 %	8,32 %	13,47 %	11,38 %
VK (v tis. Kč)	31 699 775	33 977 877	34 087 450	37 035 315	40 083 730
EVA (v tis. Kč)	- 2 567 522	- 2 662 725	- 2 325 706	- 143 778	- 1 010 697



PŘÍLOHA P IX: RATING SPOLEČNOSTÍ A RIZIKOVÁ PRÉMIE PRO ČR

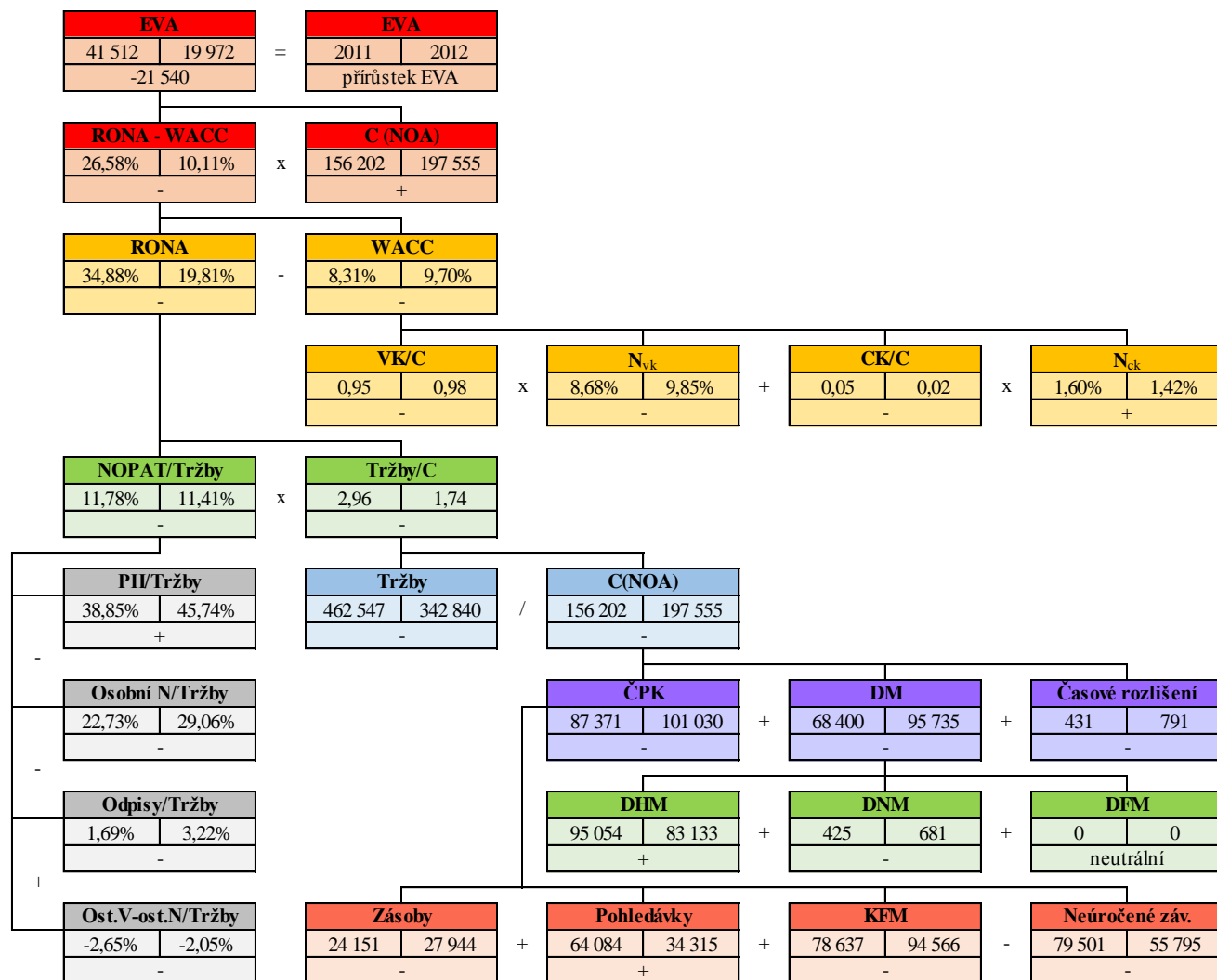
Rating společností - menší a rizikovější podniky		
Úrokové krytí	Rating	Doporučená přírážka k aktuální výkonnosti státních dluhopisů
více než 12,5	Aaa/AAA	0,40 %
9,50 - 12,49	Aa2/AA	0,70 %
7,50 - 9,49	A1/A+	0,85 %
6,00 - 7,49	A2/A	1,00 %
4,50 - 5,99	A3/A-	1,30 %
4,00 - 4,99	Baa2/BBB	2,00 %
3,50 - 3,99	Ba1/BB+	3,00 %
3,00 - 3,49	Ba2/BB	4,00 %
2,50 - 2,99	B1/B+	5,50 %
2,00 - 2,49	B2/B	6,50 %
1,50 - 1,99	B3/B-	7,25 %
1,25 - 1,49	Caa/CCC	8,75 %
0,80 - 1,249	Ca2/CC	9,50 %
0,50 - 0,79	C2/C	10,50 %
méně než 0,49	D2/D	12,00 %

Zdroj: www.damodaran.com

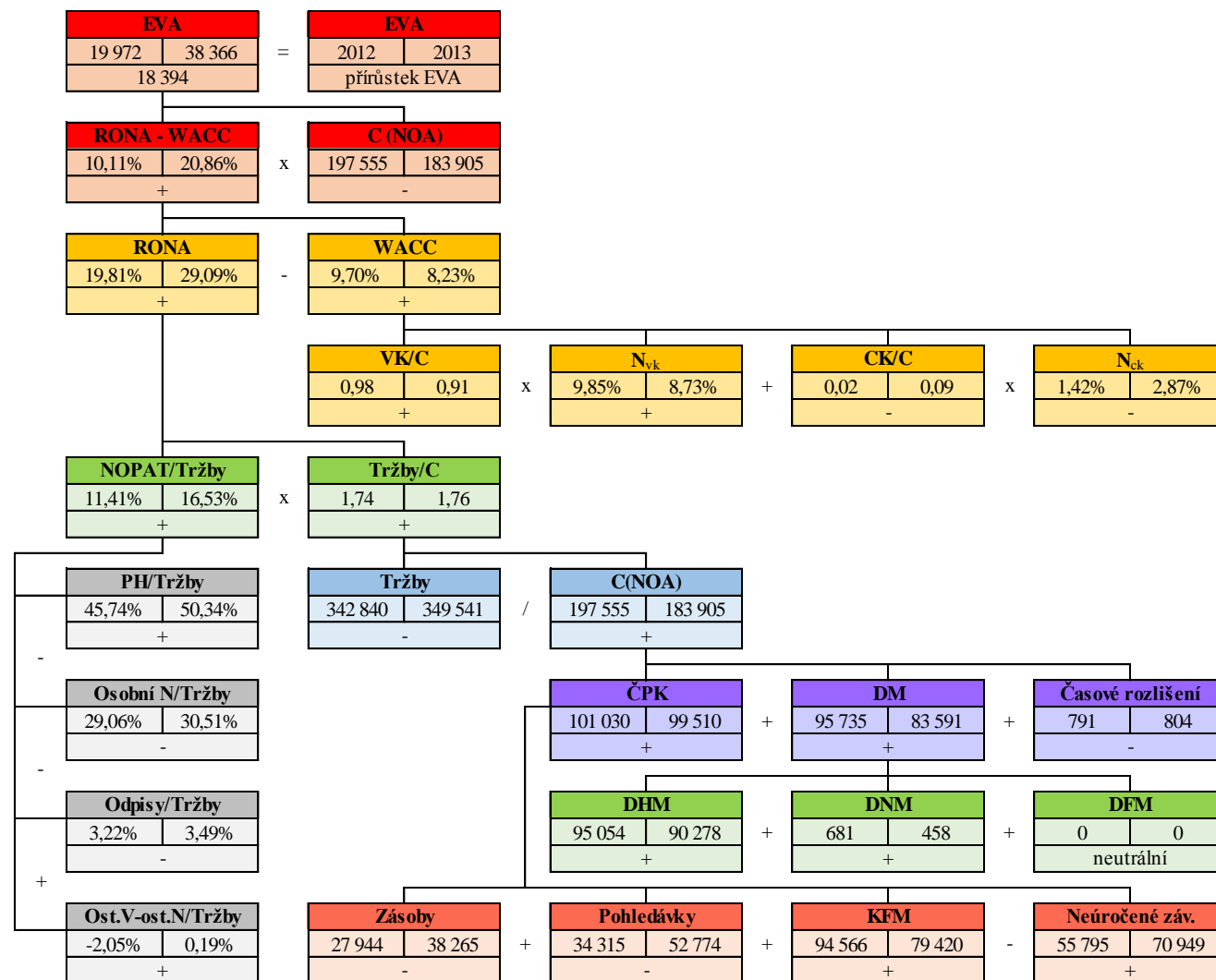
Riziková prémie pro Českou republiku			
Dlouhodobý rating		Celková riziková prémie	Riziková prémie země
2009	A1	5,85 %	1,35 %
2010	A1	6,28 %	1,28 %
2011	A1	7,28 %	1,28 %
2012	A1	7,08 %	1,28 %
2013	A1	6,05 %	1,05 %

Zdroj: www.damodaran.com

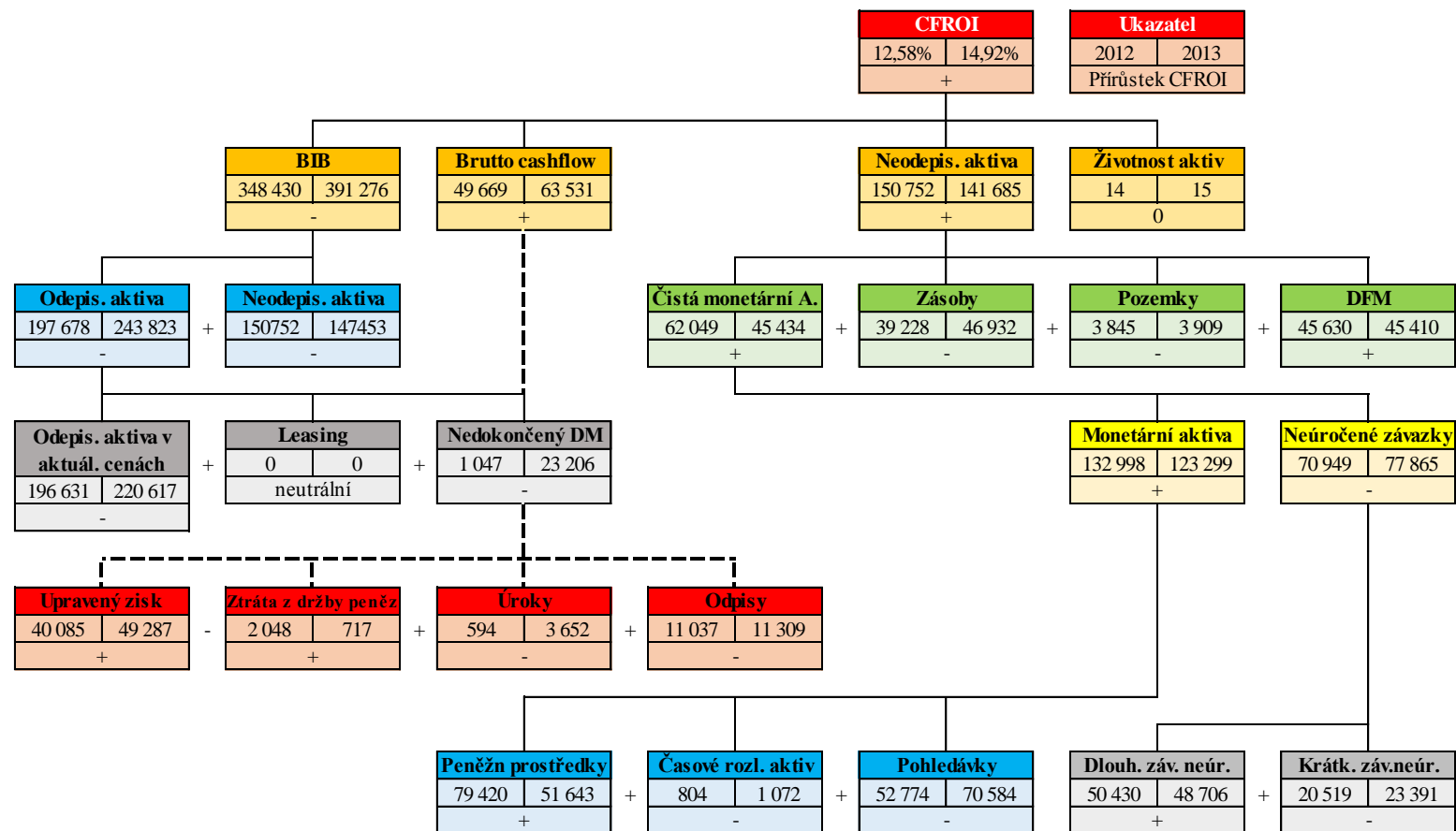
PŘÍLOHA P X: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD EVA 2011/2012



PŘÍLOHA P XI: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD EVA 2012/2013



PŘÍLOHA P XII: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD CFROI 2012/2013



PŘÍLOHA P XIII: ORGANIZAČNÍ STRUKTURA SPOLEČNOSTI XY A.S.

