

Projekt hodnocení výkonnosti společnosti XY, s. r. o.

Bc. Martina Sochorová

Diplomová práce
2010



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2009/2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Martina SOCHOROVÁ**
Osobní číslo: **M08409**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt hodnocení výkonnosti společnosti XY, s. r. o.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši vztahující se k problematice měření výkonnosti podniku.

II. Praktická část

- Charakterizujte podnik XY, s. r. o. a analyzujte podmínky jeho hospodaření.
- Zhodnoťte výkonnost podniku pomocí tradičních metod měření výkonnosti.
- Vypracujte projekt hodnocení výkonnosti společnosti s využitím vybraných moderních měřitek.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:


- [1] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
[2] MAŘÍK, M. et al. Metody oceňování podniku : proces ocenění - základní metody a postupy. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
[3] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
[4] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Marie Paseková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **29. března 2010**
Termín odevzdání diplomové práce: **3. května 2010**

Ve Zlíně dne 29. března 2010



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

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

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

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

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užit či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se věnuje problematice hodnocení výkonnosti podniku. V teoretické části práce jsou popsány přístupy k měření výkonnosti s rozdělením na klasické a moderní měřítka. Na teoretickou část práce navazuje část praktická, ve které je zhodnocena výkonnost podniku klasickými ukazateli s využitím nástrojů finanční analýzy. V další části práce je zhodnocena výkonnost vybranými moderními měřítka. V závěru diplomové práce jsou shrnuty výsledky práce, přínosy a rizika projektu.

Klíčová slova:

výkonnost, náklady na kapitál, moderní měřítka, ekonomická přidaná hodnota, CFROI

ABSTRACT

The thesis is focused on problems of evaluating of the company performance. In the theoretical section describes approaches to measuring of the company performance. Company's performance is measured by traditional and modern indicators. On a theoretical part followed by the practical part. The performance of the company XY is first evaluated by traditional indicators, here is the use of financial analysis. The next section assesses the company performance of selected modern indicators. In conclusion of the thesis I summarize the results of work, benefits and risks of the project.

Keywords:

performance, capital costs, modern indicators, economic value added, CFROI

Děkuji vedoucí diplomové práce paní Ing. Marii Pasekové, Ph.D. za konzultace a cenné rady. Dále děkuji vedoucí ekonomického oddělení firmy XY za ochodu spolupracovat a za vstřícnost při poskytování materiálů a informací potřebných pro vypracování diplomové práce.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 VÝKONNOST PODNIKU A HODNOTOVÉ ŘÍZENÍ	13
1.1 ŘÍZENÍ HODNOTY	13
1.2 KRITÉRIUM VÝKONNOSTI	14
1.2.1 Kvantifikace kritéria výkonnosti firmy.....	14
1.2.2 Koncepční otázky měření výkonnosti.....	15
1.2.3 Dělení ukazatelů výkonnosti.....	16
2 TRADIČNÍ UKAZATELE MĚŘENÍ VÝKONNOSTI	17
2.1 ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	17
2.1.1 Výsledek hospodaření	18
2.1.2 Cash flow	18
2.2 ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	19
2.3 POMĚROVÉ UKAZATELE	19
2.3.1 Ukazatele rentability	20
2.3.2 Ukazatele aktivity.....	21
2.3.3 Ukazatele zadluženosti.....	21
2.3.4 Ukazatele likvidity	21
2.3.5 Ukazatele produktivity práce	22
2.3.6 Ukazatele tržní hodnoty	22
2.4 SOUSTAVY UKAZATELŮ.....	22
2.4.1 Pyramidový rozklad	22
2.4.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	23
2.5 KRITIKA TRADIČNÍCH UKAZATELŮ VÝKONNOSTI	24
3 MODERNÍ MĚŘÍTKA VÝKONNOSTI PODNIKU	25
3.1 DISKONTOVANÉ CASH FLOW	26
3.2 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA	27
3.2.1 Čistá operativní aktiva – NOA	28
3.2.2 Čistý operativní zisk - NOPAT	29
3.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál - WACC.....	30
3.2.3.1 Váhy jednotlivých složek kapitálu.....	30
3.2.3.2 Náklady na cizí kapitál	31
3.2.3.3 Náklady na vlastní kapitál.....	31
3.2.4 Zhodnocení měřítka EVA	31
3.3 VÝNOSNOST ČISTÝCH AKTIV	32
3.4 TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA.....	33
3.4.1 Srovnání EVA a MVA	34
3.5 CASH FLOW VÝNOSNOST HRUBÝCH AKTIV	34
3.6 PROVOZNÍ NÁVRATNOST INVESTICE	35
3.6.1 Doba ekonomické životnosti.....	36
3.6.2 Investice	36
3.6.3 Brutto cash flow	36

3.7	PENĚŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA	37
3.8	TOTAL SHAREHOLDER RETURN – TSR.....	37
3.9	PŘIDANÁ HODNOTA PRO AKCIONÁŘE.....	37
3.10	EXCESS RETURN.....	38
3.11	CASH FLOW EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA	38
3.12	BALANCED SCORECARD.....	39
4	SHRnutí TEORETICKÉ ČÁSTI.....	40
II	PRAKTICKÁ ČÁST	41
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	42
5.1	PŘEDMĚT ČINNOSTI FIRMY XY	42
5.2	VÝVOJ POČTU ZAMĚSTNANCŮ	42
5.3	ZAŘAZENÍ FIRMY DO ODVĚTVÍ	43
5.4	SWOT ANALÝZA	43
5.5	PORTERŮV MODEL.....	45
6	FINANČNÍ ANALÝZA	47
6.1	ABSOLUTNÍ A ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	47
6.1.1	Majetková a finanční struktura.....	47
6.1.2	Analýza výnosů a nákladů	50
6.1.3	Vývoj výsledku hospodaření.....	53
6.1.4	Vývoj cash flow	55
6.1.5	Vývoj čistého pracovního kapitálu.....	56
6.2	POMĚROVÉ UKAZATELE	57
6.2.1	Ukazatele likvidity	57
6.2.2	Ukazatele aktivity.....	58
6.2.3	Ukazatele zadluženosti.....	61
6.2.4	Ukazatelé rentability	63
6.2.5	Spider analýza	65
6.2.6	Další ukazatele	67
6.3	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	68
6.4	SHRnutí VÝSLEDKŮ Z HODNOCENÍ VÝKONNOSTI TRADIČNÍMI UKAZATELI	71
7	MODERNÍ MĚŘÍTKA.....	73
7.1	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – EVA.....	73
7.1.1	Vymezení čistých operativních aktiv – NOA	74
7.1.1.1	Vyčlenění neoperativních aktiv	74
7.1.1.2	Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány	75
7.1.1.3	Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál	77
7.1.2	Vymezení NOPAT	79
7.1.3	Náklady na vlastní kapitál.....	80
7.1.3.1	Model oceňování kapitálových aktiv	80
7.1.3.2	Průměrná rentabilita v odvětví.....	81
7.1.3.3	Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.....	82
7.1.3.4	Stavebnicový model.....	82
7.1.3.5	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	83
7.1.4	Náklady na cizí kapitál.....	84
7.1.4.1	Náklady na bankovní úvěry	84

7.1.4.2	Náklady na leasing.....	85
7.1.5	Vážené průměrné náklady na kapitál.....	86
7.1.6	Výpočet EVA.....	87
7.2	VÝNOSNOST ČISTÝCH AKTIV – RONA.....	88
7.3	TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA - MVA.....	89
7.4	PROVOZNÍ NÁVRATNOST INVESTICE – CFROI.....	90
7.4.1	Životnosti aktiv.....	90
7.4.2	Brutto investiční báze.....	91
7.4.2.1	Odepisovaná aktiva celkem.....	91
7.4.2.2	Neodepisovaný majetek v současných cenách.....	93
7.4.3	Brutto cash flow.....	94
7.4.4	Výpočet CFROI.....	96
7.5	PENĚŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA - CVA.....	97
7.6	CASH FLOW VÝNOSNOST HRUBÝCH AKTIV – CROGA.....	97
8	ZHODNOCENÍ VÝKONNOSTI FIRMY XY, S. R. O.	99
8.1	KLASICKÉ UKAZATELE.....	99
8.2	MODERNÍ UKAZATELE.....	100
8.3	PŘÍNOSY A RIZIKA PROJEKTU.....	102
	ZÁVĚR.....	104
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	106
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	108
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	111
	SEZNAM TABULEK.....	112
	SEZNAM PŘÍLOH.....	115

ÚVOD

K měření výkonnosti podniku můžeme využít řadu měřítek a ukazatelů. Podstata některých z nich je jednoduchá a ani samotný výpočet nemusí být náročný. Porovnávat výkonnost podniku můžeme z různých pohledů a různými způsoby. Záleží na podniku, co je pro něho směrodatné a především, zda pro něho hodnocení a srovnání výkonnosti má nějaký přínos. V tomto případě dvojnásobně platí, že nezáleží na množství ukazatelů a měřítek, ale na jejich kvalitě a uplatnění v podniku.

Cílem diplomové práce je vyhodnotit výkonnost firmy XY, s. r. o. Nejdříve se budu věnovat problematice měření výkonnosti z pohledu teoretického, a poté praktického. V praktické části práce vyhodnotím výkonnost firmy XY nejprve pomocí tradičních ukazatelů, kde využiji nástroje finanční analýzy. Pro srovnání výsledků provedu finanční analýzu také u dvou konkurenčních podniků, tím získám objektivní postoj k výsledkům firmy XY. V další části práce vyhodnotím výkonnost firmy XY pomocí vybraných moderních měřítek. V závěru práce srovnám výkonnost podniku podle klasických a moderních ukazatelů.

Nejčastěji dochází k hodnocení výkonnosti podniků na základě údajů zjištěných z účetnictví, především podle výsledků hospodaření. Tento postup považuji za nejjednodušší, především z toho důvodu, že tyto informace jsou veřejně dostupné. Účetní informace využívá finanční analýza, jejíž ukazatele jsou označovány jako tradiční ukazatele výkonnosti. Jako všechny měřítka i tato mají své nedostatky a slabé stránky. Nedostatky klasických ukazatelů se snaží odstranit ukazatele moderní. Podvědomí především malých firem o ukazatelích výkonnosti a navíc ještě rozlišení na moderní a klasické, je podle mého názoru velmi malé. Středně velké firmy vnímají potřebu měřit a řídit svoji výkonnost mnohem více. Stejně jako tradičních měřítek, tak i moderních ukazatelů je několik a záleží na podniku, které měřítka si zvolí. Otázkou ale je, který ukazatel nebo skupiny vybraných ukazatelů z toho velkého množství tradičních a moderních měřítek považovat za základní. Bylo by chybou sledovat všechny měřítka a snažit se dosahovat ve všech nejlepších výsledků.

Výsledkem diplomové práce bude určení výkonnosti podniku pomocí několika ukazatelů, jak tradičních tak moderních. Firma XY si poté může vybrat ukazatel nebo ukazatele, které jí bude nejvíce vyhovovat a bude pomocí nich sledovat a hodnotit svoji výkonnost.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝKONNOST PODNIKU A HODNOTOVÉ ŘÍZENÍ

Pro oblast měření a hodnocení výkonnosti podniku nejsou stanovena přesná pravidla, která by platila pro všechny podniky. Existuje řada způsobů a postupů pro posouzení výkonnosti, a proto je výběr vhodných ukazatelů závislý nejen na podniku, ale i na jeho manažerech a účelu hodnocení výkonnosti.

V průběhu historie se vyvinulo mnoho pohledů a názorů na měření výkonnosti. Od ziskové marže, přes růst zisku a rentabilitu investovaného kapitálu se došlo až k moderním konceptům měření výkonnosti, které jsou založeny na tvorbě hodnoty pro vlastníky a hodnotovém řízení [13].

Výkonnost podniku může hodnotit řada subjektů. Mohou to být vlastníci, zákazníci, dodavatelé, banky, zaměstnanci, stát a řada dalších subjektů, které výkonnost podniku zajímá. V moderních konceptech řízení a měření výkonnosti jsou preferováni vlastníci. Důvodem je skutečnost, že právě oni přinesli do svého podnikání hlavní myšlenku, vložili potřebné peníze a nesou největší riziko z podnikání. Pokud se naplní jejich očekávaná návratnost vložených prostředků, budou v podnikání pokračovat [13].

1.1 Řízení hodnoty

V současnosti je úspěch stále častěji ztotožňován s tvorbou hodnoty. Toto pojetí řízení hodnoty považuje růst hodnoty jako základní cíl podnikání. „Hodnota se ukazuje jako výhodné měřítko výkonnosti podniku, protože jako jediná vyžaduje k měření komplexní informace“ [13].

Vedení podniku se musí snažit o co největší přínos pro vlastníky v podobě podílů na zisku a výnosů plynoucích z růstu cen vlastnických podílů. Musí tedy usilovat o maximalizaci hodnoty [13].

Za základní finanční cíl podniku považuje Pavelková a Knápková v knize Podnikové finance dlouhodobou maximalizaci tržní hodnoty. Tohoto základního cíle je dosaženo v případě trvalé finanční rovnováhy a trvale dostatečně vysokého výsledku hospodaření [12].

1.2 Kritérium výkonnosti

Pro posouzení, je-li firma dostatečně výkonná, a zda je a bude konkurenceschopná, musíme umět definovat kritérium výkonnosti. Nalezení kritéria pro měření výkonnosti a také k interpretaci výkonnosti patří k velmi diskutovaným otázkám.

Existuje řada různorodých odpovědí, přičemž některé z nich se obvykle částečně překrývají nebo i vylučují, uvádí Wagner. Upozorňuje také na skutečnost, že „... výkonnost není zcela objektivním způsobem uchopitelná ...“. Při získávání informací o výkonnosti organizace a při jejich interpretaci musíme mít na vědomí, pro koho nebo z pohledu koho výkonnost firmy měříme a interpretujeme [17].

Podle Pavelkové a Knápkové znamená řízení hodnoty „... důslednou aplikaci kritéria čisté současné hodnoty v řízení podniku při přijímání jakéhokoliv rozhodnutí“ [13]. Stejného názoru je i Neumaierová a Neumaier, kteří za základní kritérium výkonnosti firmy z hlediska vlastníků a i jakéhokoliv investice také považují čistou současnou hodnotu [11].

Dosahuje-li čistá současná hodnota (*Net Present Value, NPV*) kladného výsledku, je podnik dostatečně výkonný. Přitom platí, že čím vyšší kladnou čistou současnou hodnotu je podnik schopen vyprodukovat, tím je výkonnější. Pokud firma přináší vlastníkově více, než musel vynaložit, představuje to pro něho čisté zvýšení hodnoty [11].

Při posuzování výkonnosti podniku musíme respektovat dva základní principy teorie financí [11]:

1. Koruna získaná dnes má větší hodnotu než koruna získaná zítra.
2. Bezpečná koruna dosahuje větší hodnoty než koruna riziková.

1.2.1 Kvantifikace kritéria výkonnosti firmy

Při respektování obou výše uvedených principů financí je možné posoudit míru naplnění cíle vlastníka. Můžeme vyčíslit, zda došlo ke zvýšení jeho čisté hodnoty, tedy zda je čistá současná hodnota jeho investice do podniku kladná. Neumaierová a Neumaier uvádí následující vztah pro výpočet čisté současné hodnoty:

$$NPV = -I + PV \quad (1)$$

NPV – čistá současná hodnota

I – výše investice vlastníka do firmy, představuje vlastní kapitál firmy

PV – hodnota firmy pro vlastníka, kterou získáme, když sečteme všechny budoucí hotovostní toky z firmy pro vlastníky a diskontujeme je alternativním nákladem vlastního kapitálu. Jedná se o odhad tržní hodnoty vlastního kapitálu firmy.

Pro vlastníka za dostatečně výkonnou firmu považujeme tu, která dosahuje kladné čisté současné hodnoty, tedy $NPV > 0$ [11].

Kladné čisté současné hodnoty dosáhne podnik tehdy, bude-li realizovat produkci, která uspokojí nejen zákazníka, ale bude i pro podnik výhodná, a to z hlediska relace užítka a ceny ve srovnání s konkurencí. Čistou současnou hodnotu ovlivňuje také míra hospodárnosti a konkurenční výhoda realizovaných podnikatelských záměrů [13].

Konkurence na všech trzích neustále sílí a ohrožuje existenci ostatních podniků. V této souvislosti upozorňuje Pavelková a Knápková, že „... úspěšně se v nových podmínkách mohou rozvíjet jen ty subjekty, které flexibilně reagují na změněné podmínky podnikání, sledují a pravidelně vyhodnocují úroveň podnikové výkonnosti a investují do jejího zvyšování“ [13].

1.2.2 Koncepční otázky měření výkonnosti

Popsání a vyjasnění konceptu uplatňovaného pro měření výkonnosti určitého subjektu je poměrně rozsáhlou a složitou úlohou, proto je užitečné využít sadu následujících otázek, které uvádí Wagner:

- Kdo jsou hlavní uživatelé informací o výkonnosti a pro jaké účely jsou získané informace využívány?
- Které faktory stimulují nebo motivují k tomu, aby výkonnost byla předmětem zájmu měření?
- Je systém měření výkonnosti nastaven tak, aby pokryl všechny dimenze zkoumané činnosti, nebo aby se zaměřil na určitý výběr?
- Jak jsou stanoveny referenční prvky pro vyhodnocení výkonnosti?
- Jak se při měření výkonnosti zohledňuje faktor času?
- Které informace jsou upřednostňovány pro popis výkonnosti a jejich interpretaci uživatelům?
- Kdo je zodpovědný za proces měření výkonnosti? Jsou aktivity spojené s měřením ucelené a vytvářejí logicky navazující řetězec?

- Je ověřována účinnost použitého přístupu k měření výkonnosti? Je zjišťována zpětná vazba od uživatelů? [17]

1.2.3 Dělení ukazatelů výkonnosti

Jak uvádí Pavelková a Knápková, mezi odborníky je vedena ostrá diskuse o volbě nejvhodnějšího konceptu řízení a měření výkonnosti podniků. Ukazatelé jsou děleny na klasické (tradiční) ukazatele a moderní ukazatele.

Klasické ukazatele považují za základní cíl podnikání maximalizaci zisku a k vyjádření cílů používají značné množství ukazatelů, které jsou někdy i neslučitelné.

Moderní přístupy se snaží k řízení hodnoty propojit všechny činnosti a lidi v podniku a vytvořit jedno zastřešující kritérium. Cílem je zvýšit hodnotu vložených prostředků pro vlastníky podniku [13].

2 TRADIČNÍ UKAZATELE MĚŘENÍ VÝKONNOSTI

K významným nástrojům finančního řízení patří finanční analýza, která hodnotí minulý a současný vývoj hospodaření z různých pohledů a tím poskytuje podklady pro budoucí rozhodnutí. Pomocí ukazatelů finanční analýzy můžeme identifikovat klíčové faktory ovlivňující výkonnost podniku [13].

Při analyzování finanční situace není důležité do výběru ukazatelů zahrnout všechny možné typy, ale zaměřit se pouze na ty, které jsou pro firmu podstatné. Finanční analýza vychází především z údajů veřejně dostupných a z těch, které poskytne samotná společnost. Potřebné informace jsou čerpány především z finančních výkazů, případně z výročních a tiskových zpráv a jiných prohlášení [6].

Údaje z účetnictví můžeme dávat do vzájemných relací a vytvářet tak poměrové ukazatele, z kterých můžeme dále vytvářet soustavy ukazatelů. Nástroje pro vyhodnocení výkonnosti firmy můžeme podle Neumaierové a Neumaiera dělit na:

- paralelní ukazatelové soustavy,
- rychlé bonitní a bankrotní indikátory,
- pyramidové soustavy ukazatelů [11].

Pavelková a Knápková mezi klasické ukazatele výkonnosti řadí zisk, cash flow a rentabilitu [13].

Při hodnocení výkonnosti podniku tradičními postupy jsou využívány metody a postupy finanční analýzy. V následující části krátce uvedu ukazatele finanční analýzy, které se využívají pro měření výkonnosti. Více se ale zaměřím na ty, které Pavelková a Knápková zahrnují mezi klasické ukazatele výkonnosti.

2.1 Absolutní ukazatele

Při finanční analýze je výchozím bodem **vertikální a horizontální rozbor** finančních výkazů. Horizontální analýza sleduje vývoj veličin v čase, nejčastěji ve vztahu ke zvolenému minulému období. Naopak vertikální analýza sleduje strukturu finančních výkazů. Horizontální a vertikální analýza se nejčastěji používá pro rozbor rozvahy a výkazu zisků a ztráty [6].

2.1.1 Výsledek hospodaření

Výsledek hospodaření v absolutním vyjádření patří mezi nejrozšířenější měřítko výkonnosti. Pojem zisk nebo ztráta je každodenně používán nejen u odborníků, ale i laiků. Existuje několik úrovní výsledku hospodaření, z nichž každý z nich je jinak vhodný pro různé účely uživatelů. Wagner a Pavelková s Knápkovou uvádí a vysvětlují následující způsoby vyjádření zisku:

- **Výsledek hospodaření po zdanění** (*Earnings After Taxex, EAT*) – jedná se o důležitý ukazatel z pohledu vlastníka, protože představuje zisk po zdanění, který je určen k rozdělení.
- **Výsledek hospodaření před zdaněním** (*Earnings Before Taxes, EBT*) – tato forma zisku je vhodná pro srovnání výkonnosti mezi jednotlivými obdobími a podniků z různých zemí s odlišnou mírou zdanění. Zahrnuje daň z příjmů za běžnou a mimořádnou činnost.
- **Výsledek hospodaření před úroky a zdaněním** (*Earnings Before Interests and Taxes, EBIT*) – používá se pro měření provozní výkonnosti, není ovlivněn způsobem financování ani daněmi.
- **Výsledek hospodaření před úroky, zdaněním a odpisy** (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, EBITDA*) – umožňuje srovnání výkonnosti podniků nezávisle na politice odepisování [13][17].

Měření výkonnosti pomocí výsledku hospodaření je velmi rozšířené, ale také podrobené kritice. Za mnohem vhodnější se považuje přírůstek disponibilních peněžních prostředků.

2.1.2 Cash flow

Dalším důležitým výkazem pro řízení podnikových financí je přehled o peněžních tocích. V tomto výkazu se vyskytují jak kladná, tak záporná čísla, a proto nemá vertikální či horizontální analýza smysl. Spíše je vhodné zaměřit se na nejvýznamnější položky, a ty pak sledovat [6].

Výkaz cash flow zobrazuje vývoj finanční situace podniku za sledované období a identifikuje příčiny změn v jeho finanční situaci. Účelem tohoto výkazu je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak je podniku použil [5].

Pro sestavení peněžních toků můžeme využít metodu přímou nebo nepřímou, což záleží na rozhodnutí samotné účetní jednotky, přičemž v praxi je většinou využívána metoda nepřímá [4].

Pavelková a Knápková uvádí následující druhy cash flow:

- **Celkové cash flow** získáme součtem peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.
- **Provozní cash flow** patří k oblíbeným ukazatelům výkonnosti na bázi hotovostních toků. Zaměřuje se na peněžní prostředky, které jsou produkovány provozní činností podniku.
- **Volné cash flow** se využívá nejen ve finančních analýzách, ale i při oceňování podniku. Zobrazuje velikost peněžních toků vytvořených v určitém období provozní a investiční činností podniku. Je to volná hotovost, která je k dispozici vlastníkům a věřitelům, tedy těm subjektům, které podniku poskytly kapitál [13].

2.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele se využívají k finančnímu řízení firmy, především její likvidity. Sedláček je označuje jako fondy finančních prostředků. Tyto fondy získáme rozdílem určitých položek krátkodobých aktiv a určitých položek krátkodobých pasiv. Firmy sledují zejména tyto ukazatele:

- **Čistý pracovní kapitál** – rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými dluhy, představuje relativně volný kapitál k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti.
- **Čisté pohotové prostředky** – rozdíl mezi pohotovými prostředky a okamžitě splatnými závazky.
- **Čistý peněžně-pohledávkový fond** – z oběžných aktiv se vyloučí zásoby a nelikvidní pohledávky a od upravených aktiv se odečtou krátkodobé závazky [14].

2.3 Poměrové ukazatele

Podnik je složitý organismus a k vyjádření jeho finanční situace nevystačíme pouze s jedním ukazatelem. Poměrových ukazatelů existuje celá řada, a proto jsou tyto ukazatele shrnovány do několika skupin, podle oblasti zaměření.

2.3.1 Ukazatele rentability

Mezi nejsledovanější ukazatele patří ukazatelé rentability, jejichž výsledné hodnoty informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Jak uvádí Kislingerová a Hnilica, existuje mnoho různých ukazatelů rentabilit, ale při jejich sestavování se musíme zamyslet co zahrnout do čitatele a jmenovatele, abychom věděli, co nám výsledný podíl vlastně říká [6].

Pavelková a Knápková se zaměřují na následující ukazatele rentability:

- **Rentabilita tržeb** (*Return on Sales, ROS*) = výsledek hospodaření / tržby (2)

Pro výpočet tohoto ukazatele zobrazující ziskovou marži podniku se nejčastěji používá výsledek hospodaření ve formě zisku po zdanění nebo EBIT. Při srovnání rentability tržeb různých podniků je vhodnější EBIT. Hodnocení tak není ovlivněno kapitálovou strukturou podniků ani odlišnou mírou zdanění v různých zemích.

- **Rentabilita aktiv** (*Return on Assets, ROA*) = EBIT / Aktiva (3)

Rentabilita aktiv měří výkonnost nebo produkční sílu podniku. Ukazatel zobrazuje produkci zisku využitím majetku bez ohledu na to, zda se jedná o majetek pořízený ze zdrojů vlastních nebo cizích.

- **Rentabilita vlastního kapitálu** (*Return on Equity, ROE*)
= čistý zisk / vlastní kapitál (4)

Vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Výsledná hodnota rentability by měla být vyšší než alternativní náklad kapitálu.

- **Zisk na akcii** (*Earnings Per Share, EPS*) = čistý zisk / počet vydaných akcií (5)

Ukazatel EPS vyjadřuje výši čistého zisku, který připadá na jednu akcii podniku, a je využíván investory na kapitálových trzích [13].

Ukazatelé rentability, které využívají účetního výsledku hospodaření, mají dva významné nedostatky, na které upozorňuje Mařík:

- výši vykázaného zisku lze ovlivnit i pomocí legálních účetních postupů,
- nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko investorů [8].

Podobný názor na ukazatele rentability zastává i Pavelková s Knápkovou, které také poukazují na skutečnost, že na základě samotných ukazatelů rentability nelze hodnotit podnik

jako úspěšný. Výsledné hodnoty ukazatelů rentability musíme porovnat s náklady obětované příležitosti. Ukazatelé rentability nezahnují riziko podnikání ani riziko vyplývající z používání cizího kapitálu a jsou zaměřeny na hodnocení minulého období [13].

2.3.2 Ukazatele aktivity

Měří míru efektivnosti, s jakou firma hospodaří se svými aktivy. V případě nadbytku aktiv vznikají podniku zbytečné náklady, které snižují zisk. V opačné situaci, při nedostatku aktiv, může docházet k odmítnutí podnikatelských příležitostí [14].

Ukazatelé aktivity poměřují nejčastěji veličinu tokovou (tržby) k veličině stavové (aktiva) a můžeme je vyjádřit ve dvou modelech, v rychlosti obratu nebo době obratu [6].

Mezi ukazatele aktivity patří [12]:

- Obrat celkových aktiv,
- Obrat zásob a dobu obratu zásob,
- Obrat pohledávek a dobu obratu pohledávek,
- Obrat závazků a dobu obratu závazků.

2.3.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti vyjadřují míru rizika, kterou podnik podstupuje při určité struktuře kapitálu. Zadluženost, třeba i vysoká, ještě není negativní charakteristikou firmy, upozorňuje Kislingerová a Hnilica. Naopak, v případě dobře fungující firmy přispívá vysoká zadluženost a tedy i finanční páka ke zvyšování rentability vlastního kapitálu. Při výpočtu ukazatelů zadluženosti je vhodné do výpočtu zahrnout i objem majetku, který byl pořízen na leasing a který není v rozvaze a výkazu zisku a ztráty zahrnutý [6].

Mezi nesledovanější ukazatele zadluženosti patří ukazatel celkové zadluženosti, míry zadluženosti a ukazatel úrokového krytí.

2.3.4 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost firmy dostát svým závazkům. Rozlišujeme likviditu běžnou, pohotovou a okamžitou. Mezi ukazatele likvidity můžeme zařadit i podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech [12].

2.3.5 Ukazatele produktivity práce

Kislingerová a Hnilica se v problematice poměrových ukazatelů věnují také ukazatelům vyjadřující výkonnost firmy ve vztahu k nákladům na zaměstnance. Můžeme sledovat například následující ukazatele [6]:

- Osobní náklady / přidaná hodnota
- Přidaná hodnota / počet pracovníků
- Tržby / počet pracovníků

2.3.6 Ukazatele tržní hodnoty

Tyto ukazatele vychází z údajů účetních i z údajů na kapitálovém trhu. V této souvislosti upozorňuje Dluhošová na skutečnost, že ne každá firma je akciovou společností, a pokud ano, tak ne všechny společnosti mají volně obchodovatelné akcie na kapitálovém trhu.

V případě splnění výše uvedených podmínek můžeme sledovat následující ukazatele:

- Čistý zisk na akcii (Earnings Per Share, EPS),
- Price-Earnings Ration (P/E),
- Dividendový výnos (Dividend Yield),
- Účetní hodnota akcie (Book Value per Share) a další [2].

2.4 Soustavy ukazatelů

Nevýhodou předchozích ukazatelů je jejich omezená vypovídací schopnost, protože se zaměřují pouze na určitou oblast činnosti podniku. Pro posouzení celkové finanční situace jsou vhodnější soustavy ukazatelů, případně pyramidové rozklady.

2.4.1 Pyramidový rozklad

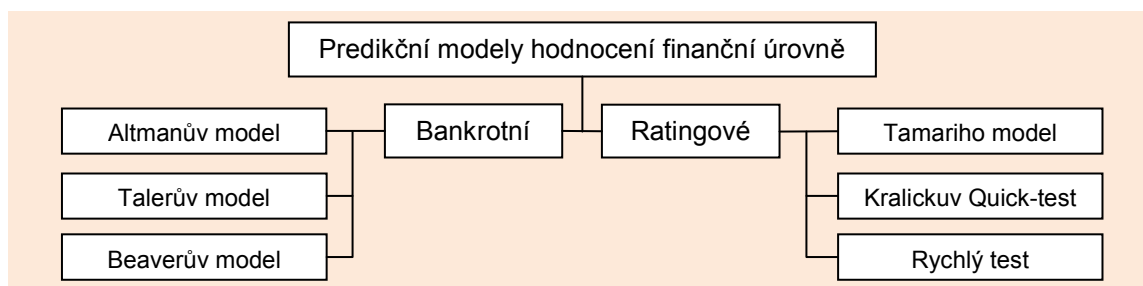
Podstatou pyramidového rozkladu je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele. K vrcholovým ukazatelům výkonnosti patří ukazatele rentability, které jsou ovlivňovány jak zadlužeností, likviditou tak i aktivitou podniku. Tento rozklad slouží k identifikaci a ke kvantifikaci vlivů dílčích činitelů na vrcholový ukazatel. Úkolem finančních analytiků je provést rozbor vývoje a odchylek zvoleného ukazatele a následně nalézt a vyčíslit ty faktory, které odchylky způsobují nebo k nim přispívají [2].

V případě analýzy rentability vlastního kapitálu provedla Dluhošová následující rozklad [2]:

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{E} \quad (6)$$

2.4.2 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Smyslem těchto ukazatelů je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost firmy jedním číslem. Jako důvod zavedení těchto modelů uvádí Dluhošová včasné rozpoznání příčin nestability podniku, které mohou vést až k bankrotu. Tyto modely vychází z toho, že v podnicích ohrožených úpadkem dochází k určitému vývoji, který je charakteristický pro ohrožené podniky [2].



Obr. 1. Přehled vybraných modelů. Zdroj[2]

Bonitní indikátory zobrazují míru kvality firmy podle její výkonnosti a jsou orientovány na vlastníky a investory. Naopak bankrotní modely jsou určeny především věřitelům, které zajímá schopnost podniku dostát svým závazkům [11].

Pro podmínky České republiky byly Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem sestaveny tři indexy IN. Prvním indexem byl index důvěryhodnosti IN95, který vycházel z významných bankrotních indikátorů. Na něj navázal index IN99, který hodnotil výkonnost podniku z pohledu vlastníka, jedná se spíše o model bonitní. Tento model se využívá v případě problémů s odhadem nákladů na vlastní kapitál, který je nutný pro posouzení výkonnosti podniku. V roce 2002 se manželé Neumaierovi rozhodli oba indexy spojit a vytvořili třetí index IN01[11].

2.5 Kritika tradičních ukazatelů výkonnosti

Tradiční ukazatele výkonnosti jsou často kritizovány. Pavelková a Knápková za hlavní důvod považují především skutečnost, že tyto ukazatele vychází z účetních dat a z účetního výsledku hospodaření, který je ovlivněn zvolenou účetní politikou podniku a jeho výslednou hodnotu ovlivňuje řada vlivů:

- technika oceňování majetku,
- tvorba rezerv a opravných položek,
- odpisová politika,
- časové rozlišení nákladů a výnosů,
- mimořádné náklady a výnosy.

Dále Pavelková a Knápková upozorňují na to, že se tradiční ukazatele potýkají s problémem vymezení kapitálu podniku. Může tak docházet k následujícím skutečnostem:

- Podnik má hmotná aktiva, která využívá, ale která nejsou v jeho vlastnictví.
- Do výpočtů tradičních ukazatelů se zahrnují i aktiva, která nejsou využívána k hlavní činnosti.
- Zůstatkové ceny aktiv jsou ovlivněny zvoleným způsobem účetního odpisování.

Dalším jejich nedostatkem je absence rizika a inflace při výpočtech a také fakt, že se nezaobývají časovou hodnotou peněz ani náklady obětované příležitosti [13].

Maříková a Mařík považují za hlavní nedostatky ukazatelů vycházející z účetních dat tyto skutečnosti:

- Možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku, tyto vlivy lze provádět i pomocí legálních účetních postupů.
- Účetní ukazatele neberou v úvahu časovou hodnotu peněz a ani riziko [10].

3 MODERNÍ MĚŘÍTKA VÝKONNOSTI PODNIKU

Nová hodnotová kritéria se od tradičních ukazatelů, které se opírají především o informace z účetních závěrek, odlišují ve dvou základních oblastech:

- zavádí do měření výkonnosti tzv. oportunitní náklady (náklady ušlé příležitosti), které vystupují v podobě nákladů kapitálu (WACC),
- pracují s provozním hospodářským výsledkem (NOPAT) [5].

Podle Wagnera skupina moderních měřítek české podniky příliš neoslovila. Jako důvod vidí především jejich přehnaně sofistikovaný přístup a také skutečnost, že spekulativní investice do vlastního kapitálu nejsou v České republice ve srovnání se Spojenými státy americkými natolik rozšířené.

Wagner upozorňuje, že „neexistuje jedna všeobecně správná metoda aplikace měřítek pro všechny firmy. Při aplikaci v konkrétních firmách je třeba základní filozofii měřítek konkretizovat takovým způsobem, který vyhovuje jednak podmínkám dané firmy a jednak záměrům uživatelů informací o výkonnosti“ [17].

„ ... sílí trend, pocházející zejména z teritorií s nejvyspělejším kapitálovým trhem, v posunu vrcholového ukazatele pro měření výkonnosti ve směru maximalizace hodnoty akcionáře. Tento směr znamená využívání tzv. hodnotových kritérií pro měření výkonnosti podniku“, upozorňuje Kislingerová a uvádí následující nová hodnotící kritéria [5]:

- EVA (*Economic Value Added*)
- MVA (*Market Value Added*)
- CFROI (*Cash Flow Return On Investment Capital*)
- RONA (*Return On Net Assets*)
- CROGA (*Cash Return On Groww Assets*)

Pavelková a Knápková vysvětlují v knize Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera mimo výše uvedené ještě další moderní měřítka výkonnosti:

- Diskontované cash flow (*Discounted Cash Flow, DCF*)
- Excess Return
- Total Shareholder Return
- Přidaná hodnota pro akcionáře (*Shareholder Value Added – SVA*)

Jednotlivé ukazatele se liší tím zda [13]:

- zahrnují pouze náklady na cizí kapitál nebo i na vlastní kapitál,
- jsou měřitelné na úrovni podnikových jednotek,
- jsou upraveny o inflaci,
- jsou lehce spočitatelné,
- obsahují hodnocení historického i budoucího vývoje,
- jsou vyjádřeny v absolutní nebo relativní hodnotě.

V následující části představím ty ukazatele, které Kislingerová a Pavelková s Knápkovou řadí mezi moderní ukazatele výkonnosti. Dále uvedu ještě ukazatel Balanced Scorecard a ukazatel CVA a CEVA.

3.1 Diskontované cash flow

Již zmíněné volné cash flow, které je řazeno mezi tradiční ukazatele výkonnosti, nezohledňuje čas ani riziko. Naopak cash flow diskontované tyto okolnosti pomocí nákladů na kapitál bere v úvahu. Toto měřítko se tak používá pro měření výkonnosti podniku a pro hodnocení výhodnosti investice pro investory, kdy se využívá čistá současná hodnota nebo vnitřní výnosové procento.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (7)$$

CF_t – peněžní toky plynoucí z investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice

K – kapitálový výdaj spojený s investicí

n – doba životnosti investice

i – diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice

V případě kladné NPV je projekt pro podnik přijatelný a zvyšuje tržní hodnotu podniku. V opačném případě je projekt nepřijatelný a jeho přijetí by snížilo tržní hodnotu podniku. Pokud je výsledná hodnota NPV rovna nule, je projekt z hlediska tvorby hodnoty pro podnik indiferentní [13].

Metoda DCF je sice vhodná pro oceňování podniku, ale už méně se hodí pro běžné řízení. Mařík a Maříková uvádí tyto tři důvody [10]:

- Na obecné úrovni je řada autorů přesvědčena, že se jedná o krok zpět hodnotit podnik na základě analýzy peněžních toků.
- Potřebné pojmy a veličiny pro výpočet DCF jsou pro běžnou praxi relativně vzdálené.
- Tato metoda není příliš vhodná pro běžné řízení podniků a jeho částí, nelze na ní stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů.

3.2 Ekonomická přidaná hodnota

Tento ukazatel patří mezi nejrozšířenější měřítko výkonnosti. „Ukazuje, jakou hodnotu podnik svou činností dokázal vytvořit navíc, než by vložený kapitál vydělal v rámci jiné investiční příležitosti se stejným rizikem ...“: tak vysvětluje Pavelková a Knápková ukazatel EVA [13].

Ekonomická přidaná hodnota (*Economic Value Added, EVA*) je produktem poradenské společnosti Stern Stewart & Co., která s tímto měřítkem přišla v roce 1991. Hodnotu EVA získáme rozdílem mezi čistým ziskem z hlavní výdělečné činnosti po zdanění a náklady kapitálu, které vypočítáme jako součin čistých aktiv vázaných v hlavní výdělečné činnosti a vážených průměrných nákladů kapitálu [17].

$$EVA = NOPAT - NOA \times WACC \quad (8)$$

Výpočet EVA je poměrně snadný, pokud máme vypočítány vstupní údaje, což už tak jednoduché není. Pro vyčíslení čistého operativního zisku a výše investovaného kapitálu uvádí poradenská společnost Stern Stewart & Co. 164 úprav, v praxi se ale používá jen několik z nich [13].

Hodnotu EVA získáme také pomocí vzorce, který je založený tzv. hodnotovém rozpětí.

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) \times NOA \quad (9)$$

Hodnotové rozpětí vyjadřuje rozdíl mezi rentabilitou aktiv a průměrnými náklady kapitálu. Vypovídá o tom, zda míra zhodnocení aktiv převýšila požadovanou míru zhodnocení kapitálu a ziskové rozpětí tedy nabývá kladné hodnoty [17].

Podle Synka vychází ukazatel EVA z myšlenky, že „... očekávaný výnos musí pokrýt jak náklady na cizí kapitál (úroky), tak i náklady na vlastní kapitál.“ V případě účetního vý-

sledku hospodaření se s náklady na vlastní kapitál nepočítá, předpokládá se, že je poskytnutý bezplatně [15].

Pro výpočet je důležité rozdělení činností a aktiva podniku na operativní a neoperativní. Operativní činností podniku rozumíme tu část činnosti podniku, která slouží k základnímu podnikatelskému účelu. Naopak neoperativní činností jsou ty, které nejsou nezbytné pro výkon základní činnosti podniku [10].

V následující části se budu věnovat základním úpravám pro výpočet čistých operativních aktiv, čistého operativního zisku a vážených průměrných nákladů na kapitál.

3.2.1 Čistá operativní aktiva – NOA

Při výpočtu hodnoty čistých operativních aktiv (*Net Operating Assets, NOA*) vycházíme z rozvahy, z nichž pomocí úprav získáme aktiva produkující operativní zisk. Jedná se o aktiva, která jsou krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem. Pro určení NOA se obvykle provádějí následující úpravy [13]:

a) Aktivace položek, které chybí v rozvaze

- Aktivovat náklady na reklamu, logistiku, vzdělávání pracovníků, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj, do nových technologií, atd. Tradiční účetní postupy zahrnují tyto výdaje do nákladů a nepočítají s nimi jako s investicemi.
- Zahrnout do NOA majetek, který má podnik pronajatý formou leasingu nebo majetek, který má v nájmu.
- Započítat do NOA goodwill v brutto hodnotě.
- Upravit aktiva o oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku. Dlouhodobý majetek vykázat v reprodukčních cenách snížených o reálné opotřebení a pro dlouhodobý finanční majetek použít tržní ocenění. Tržní ceny je nutné použít i u zásob a také zvážit možné nadhodnocení nebo podhodnocení pohledávek vzniklé v důsledku tvorby opravných položek dle daňových předpisů.
- Upravit aktiva o tiché rezervy, k nimž může docházet vlivem metody odepisování nebo tvorbou nadbytečných rezerv.

b) Vyloučit aktiva, která nejsou nezbytná pro vykonávání hlavní činnosti podniku.

- V případě dlouhodobého finančního majetku vyloučit z operativních aktiv portfoliové investice. Jedná se o případy, kdy finanční investování není hlavní činností podniku, ale pouze řízení likvidity.
- Vyčlenit z NOA nedokončené investice.

- Vyloučit strategické investice a započítat je do NOA až v době, kdy začnou produkovat zisky.
- Vyloučit z krátkodobého finančního majetku tu část peněžních prostředků, která převyšuje částku nutnou k zajištění likvidity. Dále vyloučit z NOA krátkodobé cenné papíry a podíly, které neslouží k operativní činnosti.
- Vyloučit z aktiv nevyužité pozemky a budovy, majetek provozně málo využitelný (např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky), pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku.

c) Upravená aktiva snížit o pasiva, která nenesou náklad

- Jedná se o krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky.

3.2.2 Čistý operativní zisk - NOPAT

Zisk z operativní činnosti (*Net Operating Profit After Tax, NOPAT*) je tvořen zapojením čistých operativních aktiv do činnosti podniku. Proto při výpočtu NOPAT vycházíme z aktiv, které tvoří NOA [13].

Mařík uvádí dva možné základy, které můžeme pro výpočet NOPAT použít:

- výsledek hospodaření za běžnou činnost,
- provozní výsledek hospodaření [8].

Obě možnosti výpočtu dochází ke shodným výsledkům a je na našem uvážení, který výsledek hospodaření zvolíme. Mařík a Pavelková s Knápkovou používají pro určení hodnoty NOPAT výsledek hospodaření z běžné činnosti.

U výsledku hospodaření z běžné činnosti provedeme především následující úpravy [13]:

- Vyloučíme placené úroky z finančních nákladů, tzn., že je přičteme zpět k výsledku hospodaření.
- Vyloučit náklady a výnosy, které se svou výší nebudou opakovat. Jedná se např. o náklady na restrukturalizaci, prodeje dlouhodobého majetku a jejich vliv na náklady a výnosy, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, mimořádné odpisy majetku.
- Vyloučíme výnosy z nepotřebných aktiv.
- Vyčleníme aktivované náklady investiční povahy (náklady na výzkum a vývoj, vzdělávání zaměstnanců, atd.) a započítáme odhadnuté odpisy.

- Vyloučíme z výsledku hospodaření tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud měly na něj vliv.
- Vyloučíme z výsledku hospodaření finanční výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem, který není provozně potřebný (není uznán jako operativní aktivum).
- Upravený výsledek hospodaření musíme ještě zdanit. Můžeme vyjít ze splatné daně pro daný rok a tu snížit nebo zvýšit o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se hodnota NOPAT liší od výsledku hospodaření za účetní období z výkazu zisku a ztráty. Nebo můžeme použít původní daňové zatížení a tímto procentem zdanit rozdíl upravených výnosů a nákladů.

3.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál - WACC

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty musíme zjistit náklady na kapitál, tedy vážené průměrné náklady na kapitál (*Weighted Average Capital Costs, WACC*). Mařík definuje náklady kapitálu jako příjmy, které investoři při odpovídajícím riziku očekávají ze svých investic do podniku. Upozorňuje ale, že se nejedná o příjmy skutečné, nýbrž o náklady ušlé příležitosti [8].

Hodnotu WACC získáme jako vážený průměr nákladů na vlastní a na cizí kapitál [13]:

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \frac{VK}{C} \quad (10)$$

CK – tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu

C – tržní hodnota celkového kapitálu, součet vlastního kapitálu a úročených cizích zdrojů

N_{CK} – náklady na cizí kapitál, $N_{CK} = i \cdot (1 - T)$, i = úroková sazba, T = daňová sazba

N_{VK} – náklady na vlastní kapitál

3.2.3.1 Váhy jednotlivých složek kapitálu

Kapitálovou strukturu v tržních hodnotách můžeme stanovit na základě výpočtu současné nebo cílové struktury kapitálu, respektive na základě struktury kapitálu obvyklé u srovnatelných podniků. Při použití současné struktury kapitálu musíme zohlednit všechny úpravy aktiv, které byly provedeny. Tyto úpravy ovlivňují strukturu a výši nejen aktiv ale i kapitálu [13].

Předpokladem pro použití tržních hodnot je vyspělý kapitálový trh s podniky, které jsou na něm obchodovány. Na tuto skutečnost upozorňuje Kislingerová, která tvrdí, že až na výjimky není možné v podmínkách České republiky využít tržních hodnot. Jako východisko pro české podniky považuje především účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu [5].

3.2.3.2 Náklady na cizí kapitál

Za cizí kapitál nesoucí náklad označila Kislingerová dluhopisy, dlouhodobé a krátkodobé úvěry, finanční výpomoci a také mimobilanční položky (komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky). Náklady na cizí kapitál se určí jako vážený aritmetický průměr [5].

Jedná se o úroky, které podnik platí svým věřitelům a které jsou sníženy o tzv. daňový štít. Pokud je úrok proměnlivý, tzn., že je vázán na některou z vyhlášených bankovních sazeb s pevnou procentní přírůžkou, je nutné zjistit ratingové hodnocení podniku a prognózu základní makroekonomických veličin [13].

3.2.3.3 Náklady na vlastní kapitál

Řada podniků s náklady na vlastní kapitál nepočítá a chová se jako by byl zadarmo. Ve skutečnosti tomu tak není. „Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku“, tak definuje náklady na vlastní kapitál Mařík [8].

Pro odhad nákladů na vlastní kapitál můžeme využít několik modelů, z nichž každý v praxi naráží na řadu problémů. Mařík uvádí následující modely [8]:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM
- stavebnicová metoda
- ostatní přístupy
 - o dividendový model
 - o průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví
 - o odvození z nákladů cizího kapitálu

3.2.4 Zhodnocení měřítko EVA

Wagner a Pavelková s Knápkovou hodnotí ekonomickou přidanou hodnotu následovně:

- Měřítka EVA se soustředí na výkonnost z tzv. hlavní výdělečné činnosti, nezahrnuje výnosy a náklady z činností mimořádných. Uživatelé jsou pak vedeni k tomu,

aby budoucí vývoj odvozovali od toho, co je pro analyzovaný objekt v současnosti nejvýznamnější.

- Protože měřítko EVA pracuje s náklady kapitálu, zahrnuje v sobě srovnání skutečné výkonnosti s požadovanou.
- EVA zahrnuje také alternativní náklady investovaného kapitálu.
- Získání výsledné hodnoty EVA předpokládá provedení řady úprav účetních informací a stanovení nákladů na kapitál, což je založeno na individuálním pohledu. EVA vytváří prostor pro uplatnění subjektivního přístupu.
- Ukazatel EVA je konstruován jako rozdílový ukazatel, jehož výsledkem je absolutní číslo, které je samostatně využitelné pro hodnocení výkonnosti. Pro porovnání různých velikých podniků je možné výsledné hodnoty převést do relativní podoby. Můžeme poměřit ukazatel EVA s velikostí čistých aktiv v hlavní výdělečné činnosti, výsledkem je měřítko REVA [13], [17].

Synek vidí výhodu ukazatele EVA především v tom, že „... vede manažery k tomu, aby se chovali jako vlastníci, a zaměstnance podněcuje k vyšším výkonům tím, že z nich činí podílníky na nově vytvořené hodnotě. Odměny mohou být tedy závislé na výši a změnách ukazatele EVA“ [15].

Podstatou ukazatele podle Kislingerové je to, že „... hodnota ukazatele EVA by měla být kladná. Jedině tehdy vzniká „nová“, tzv. přidaná hodnota zvyšující hodnotu podniku původní“ [5].

Zpravidla nejsme schopni určit „normální“ výnosnost, která je přiměřená danému riziku. Problémem je i kalkulace velikosti rizika. Proto je důležité mít na vědomí, že nejde o výpočet EVA, ale spíše o odhad EVA, který je platný s určitou pravděpodobností [10].

3.3 Výnosnost čistých aktiv

Ukazatel výnosnosti čistých aktiv (*Return On Net Assets, RONA*) je založen na poměrové analýze, kdy je poměřován finanční výstup a zdroje, které byly za účelem tohoto výstupu vynaloženy. Finančním výstupem je provozní zisk po zdanění NOPAT. Vynaložené zdroje jsou v tomto případě tzv. čistá aktiva NOA, které získáme součtem dlouhodobého majetku (stálých aktiv) a pracovního kapitálu [5].

$$RONA = \frac{NOPAT}{NOA} \quad (11)$$

Výslednou hodnotu RONA porovnáváme s náklady kapitálu, které jsou reprezentovány váženým průměrem nákladů na kapitál (WACC). Pro srovnání výkonnosti podniku v jednotlivých letech a také pro mezipodnikové srovnání se používá tzv. spread (RONA – WACC). V případě kladného spreadu, tedy pokud je rentabilita čistých operativních aktiv vyšší než náklady na kapitál, dosahuje EVA kladných hodnot. Podnik svou činností přispívá ke zvýšení hodnoty vlastnických vkladů [13].

3.4 Tržní přidaná hodnota

Tržní přidaná hodnota nebo-li *Market Value Added (MVA)* byla opět navržena společností Stern Stewart & Co. společně s EVA.

Primárním cílem většiny firem je maximalizovat bohatství akcionářů, tedy dosáhnout maximálního rozdílu mezi tržní hodnotou akcií podniku a výší vlastního kapitálu, který byl akcionáři do podniku vložen. Tento rozdíl se nazývá tržní přidaná hodnota a výpočet je následující [1]:

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{tržní hodnota akcií} - \text{vlastní kapitál vložený akcionáři} \\ &= \text{počet akcií v oběhu} * \text{tržní cena akcie} - \text{VK všech akcionářů} \end{aligned} \quad (12)$$

Výše uvedený výpočet není jediným způsob k získání MVA. Wagner uvádí dvě varianty výpočtu [17]:

- Tzv. *ex post* – rozdíl mezi tržní hodnotou firmy, která je obvykle vyjádřena tržní kapitalizací, a čistými aktivy v hlavní výdělečné činnosti
- Tzv. *ex ante* – současná hodnota budoucích hodnot EVA

Podle Wagnera většina autorů spojuje zjištění MVA s tzv. variantou *ex ante*. Přestože název MVA obsahuje přívlastek „tržní“, vychází tento ukazatel z odhadu budoucích ekonomických přidaných hodnot. Odhad MVA vychází z předpokladu nekonečného toku prospěchu. Budoucnost je většinou rozdělena na dvě fáze. První fázi představuje predikce hodnot EVA pro jednotlivá dílčí období a druhou fází tzv. pokračující hodnota, která je odvozena od hodnoty EVA ke konci první fáze. Během druhé fáze se nepočítá nárůst ani pokles prospěchu.

Měřítka MVA zobrazuje výkonnost podniku k pohledu vlastníka. Kladná hodnota MVA vyjadřuje předpoklad, že se podniku podaří využít příležitost ke zhodnocení kapitálu investovaného vlastníkem. Toto zhodnocení bude vyšší, než jaké umožňují jiné investiční příležitosti do dalších podniků [17].

3.4.1 Srovnání EVA a MVA

Brigham hodnotí ekonomickou přidanou hodnotu a tržní přidanou hodnotu následovně:

- Vztah mezi MVA a EVA může být přímý i nepřímý. Společnost, která měla v minulosti negativní EVA, bude mít pravděpodobně negativní i MVA. To platí i naopak, v případě pozitivní EVA, bude kladné i MVA. Pro výpočet MVA je ale klíčovou hodnotou cena akcií a záleží na budoucím výkonu společnosti, než na její historii. Proto společnost s negativní historií EVA bude mít kladné MVA v případě, že investoři očekávají v budoucnosti obrat k lepšímu.
- Měřítko EVA a MVA můžeme použít pro hodnocení manažerské výkonnosti jako součást motivačního programu. Ve většině případů se využívá ale jen EVA. Důvodem je skutečnost, že EVA vyplývá z přidané hodnoty v daném roce. Naopak MVA odráží výkonnost za celou dobu existence podniku, tedy i za období, ve kterém stávající manažeři nemuseli ve společnosti pracovat. Výhodou EVA je také to, že může být použita pro hodnocení výkonnosti jednotlivých divizí nebo jiných organizačních jednotek, zatímco MVA musí být použita na celou společnost [1].

MVA na rozdíl od EVA představuje spíše přístup k oceňování podniku než měřítko výkonnosti. Využití MVA pro měření výkonnosti je doplňkové. Tak hodnotí ukazatele Wagner [17]. Synek [15] uvádí, že ukazatel MVA je použitelný pouze pro společnosti, jejichž akcie se obchodují na burze, na rozdíl od ukazatele EVA, jejichž užití je obecné [15].

3.5 Cash flow výnosnost hrubých aktiv

Cash flow výnosnost hrubých aktiv (*Cash Return On Gross Assets, CROGA*) využívá při výpočtu tzv. provozní cash flow a hrubá aktiva. Hrubá aktiva, která jsou ve jmenovateli, odstraňují zkreslení vznikající v důsledku používání účetních zůstatkových cen. Základní vzorec má podobu:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (13)$$

OATCF – provozní cash flow po zdanění (*Operating After Tax Cash Flow*) představuje cash flow z hlavní podnikatelské činnosti podniku, obecně se jedná o součet čistého provozního zisku a odpisů

GA – hrubá aktiva (*Gross Assets*) představují sumu dlouhodobého majetku (stálých provozních aktiv) vyjádřených v aktuálních pořizovacích cenách a pracovního kapitálu.

Výsledná hodnota ukazatele CROGA, která je vyjádřena v procentech, je porovnávána s požadovanou výnosností kapitálu, tedy s váženým průměrem kapitálových nákladů (WACC). Pro tvorbu hodnoty platí, že $CROGA > WACC$, tzn., že výkonnost podniku překročila očekávání vlastníků [5].

3.6 Provozní návratnost investice

Kislingerová označila ukazatel provozní návratnosti investice (*Cash Flow Return On Investment, CFROI*) za nejkompexnější měřítko výkonnosti, jenž využívá konceptu vnitřního výnosového procenta [5].

Young a O'Byrne uvádí jako základní charakteristiku:

- CFROI se vypočítá stejným způsobem jako vnitřní výnosové procento (interpretace je ale odlišná).
- CFROI je založeno na peněžních tocích, ve srovnání s ukazatelem EVA jde ještě dále, protože odstraňuje vliv akruálního účetnictví.
- CFROI vyjadřuje míru návratnosti upravenou o inflaci, nejedná se o výnos nominální [16].

Hodnotu ukazatele CFROI můžeme chápat jako odhad reálné míry výnosnosti všech aktiv podniku, které mohou být považovány za portfolio projektů, uvádí Pavelková a Knápková. „Propočet je založen na předpokladu, že stávající vybavenost aktivy se v čase nebude měnit a cash flow generované tímto majetkem bude po dobu životnosti konstantní“ [13]

Pro výpočet musíme aktiva vyjádřit v pořizovací (brutto) hodnotě upravené o inflaci. Dále musíme vyjádřit brutto cash flow, které aktiva během své ekonomické životnosti produkuje, a také ho upravíme o inflaci. Vztah pro výpočet je následující [13]:

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA}{(1 + CFROI)^n} \quad (14)$$

I – investice (brutto)

BCF – brutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci

NA – neodepisovaná aktiva

n – doba ekonomické životnosti

t – jednotlivé roky budoucího období n

V další části se věnuji výpočtům vstupů ukazatele CFROI.

3.6.1 Doba ekonomické životnosti

$$\text{Doba ekonomické životnosti} = \text{odepisovaná aktiva brutto} / \text{roční odpisy} \quad (15)$$

Hodnotu odepisovaných aktiv získáme následujícím způsobem:

Dlouhodobý hmotný majetek + dlouhodobý nehmotný majetek (brutto)

– Pozemky

– Nedokončené investice

$$= \text{Odepisovaná aktiva brutto} \quad (16)$$

U odpisů se předpokládá lineární způsob odepisování [13].

3.6.2 Investice

Investice tvoří aktiva odepisovaná a neodepisovaná. Obě hodnoty získáme z rozvahy, kterou ale musíme nejprve upravit, a to zejména o majetek pořízený na leasing. Musíme také zvážit položku goodwillu, pracovat s čistým pracovním kapitálem, dále je nutné vyčlenit neoperativní aktiva – zejména portfoliové investice. Odepisovaná aktiva musíme vyjádřit v cenové hladině k datu ocenění, tzn. upravit o inflaci.

Rozlišujeme následující neodepisovaná aktiva, která je nutno také upravit:

- dlouhodobý finanční majetek – pouze investice s podstatným vlivem týkající se hlavní činnosti podniku
- pozemky – historické ceny upravit o inflaci
- zásoby – vyjádřit v běžných cenách (úprava o inflaci)
- monetární aktiva (pohledávky, krátkodobý finanční majetek, časové rozlišení) – ztrácejí hodnotu v důsledku inflace, proto je musíme převést na tzv. čistá monetární aktiva (monetární aktiva snížena o neúročené závazky) [13].

3.6.3 Brutto cash flow

Pro výpočet se využívá nepřímá metoda výpočtu cash flow vycházející ze zisku, který musíme nejdříve upravit. Jedná se o úpravy, které byly provedeny v rozvaze s dopadem do zisku, a dále musíme vyloučit mimořádné náklady a výnosy. Upravený zisk se následně zdaní a přičtou se k němu odpisy a nákladové úroky. Poté se k zisku přičtou zisky nebo odečtou ztráty z čistých monetárních aktiv, které vznikají v důsledku inflace. Může dojít ke vzniku inflační ztráty (čistá monetární aktiva jsou kladná) nebo podnik na inflaci vydělá (čistá monetární aktiva jsou záporná).

Výsledná hodnota CFROI se porovnává s náklady na kapitál upravenými o inflaci.

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC_{real} \quad (17)$$

Pokud je výsledná hodnota spreadu větší než 0, podnik tvoří hodnotu, v opačném případě hodnotu ničí.

Mezi výhody ukazatele patří to, že umožňuje porovnání podniků v čase, z různých odvětví a z různých zemí. Další výhodou je jeho procentní vyjádření, které je manažery více vyhledávané. Model také odstraňuje účetní nedostatky a bere v úvahu inflaci. Nevýhodou ukazatele CFROI jsou poměrně náročné úpravy a také nedostupnost všech informací při výpočtu externím uživatelem [13].

3.7 Peněžní přidaná hodnota

Peněžní přidaná hodnota, nebo také přidaná hodnota z cash flow (*Cash Value Added*, *CVA*) byla vyvinuta poradenskou firmou Boston Consulting Group. CVA představuje formu ekonomického zisku a hodnotu ukazatele za jeden rok můžeme vypočítat následovně:

$$CVA = (CFROI - WACC) \times BIB \quad (18)$$

Tento model bývá využíván spíše pro oceňování podniku, ale patří také mezi výkonnostní měřítka. U ukazatele CVA bývá kritizována nejednoznačná konstrukce investiční báze brutto, dále že CF brutto je po dobu životnosti dlouhodobých aktiv konstantní a kritice je také podrobena stanovení délky období, za které je CF brutto počítáno [9].

3.8 Total Shareholder Return – TSR

Celkové bohatství akcionářů (*Total Shareholder Return*, *TSR*) je další ukazatel, který je použitelný pro měření výkonnosti pouze obchodovaných podniků. „TSR je funkcí výše vyplacených dividend (příp. zpětných odkupů akcií) a zvýšení nebo snížení ceny akcie na konci období v porovnání se začátkem období.“ Výsledná hodnota TSR je vyjádřena procentně a ve své podstatě odpovídá pojetí vnitřního výnosového procenta [13].

3.9 Přidaná hodnota pro akcionáře

Ukazatel Přidaná hodnota pro akcionáře (*Shareholder Value Added*, *SVA*) představuje další možnost pro měření výkonnosti podniku. SVA vypočítáme následovně:

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (19)$$

SV_t představuje hodnotu podniku pro vlastníky (Shareholder Value) v čase t . SV získáme takto:

SV = současná hodnota CF z operativní činnosti pro prognózované období + současná hodnota zbytkové hodnoty podniku ke konci prognózovaného období + tržní hodnota neoperativních aktiv – cizí zdroje. (20)

V případě výpočtu SVA za jedno období může použít zjednodušený vztah:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC} - \text{Čisté investice} \quad (21)$$

Výsledná hodnota SVA se může lišit o výsledku EVA [13].

3.10 Excess Return

Ukazatel Excess Return vychází z tržní hodnoty a jeho výpočet je následující [13]:

$$\begin{aligned} & \text{Skutečná hodnota bohatství v období } n \text{ (budoucí hodnota přínosů pro vlastníky)} \\ & - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n \text{ (hodnota investovaného kapitálu na konci sledovaného období dosažená při investorem požadované výnosnosti)} \\ & \hline & = \text{Excess Return}_n \end{aligned} \quad (22)$$

Výhodou tohoto ukazatele je zahrnutí požadavků investora na zhodnocení kapitálu do jeho výpočtů a také zahrnutí všech přínosů, které plynou z držení investice. Nedostatky tohoto ukazatele jsou podobné jako u MVA, např. využití pouze pro veřejně obchodované společnosti, nevyžitelnost pro vnitropodnikové řízení [13].

3.11 Cash flow ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel Cash flow ekonomická přidaná hodnota (*Cash flow Economic Value Added, CEVA*) využívá pro výpočet peněžní toky a hodnotu hrubých aktiv, tím se stává měření výkonnosti podniku přesnější. Vzorec pro výpočet je následující [7]:

$$CEVA = NCF - GA \times WACC \quad (23)$$

NCF – čisté provozní cash flow

GA – hrubá aktiva

WACC – vážené průměrné náklady kapitálu

3.12 Balanced Scorecard

Autoři tohoto konceptu, Robert S. Kaplan a David P. Norton, kritizovali silné finanční zaměření např. při plánování nebo reportingu. Při hodnocení celkové tvorby hodnoty podniku rozšířili jednostrannou finanční orientaci o nefinanční měřítka. Namísto strukturovaného seznamu měřítek a ukazatelů se do popředí dostaly strategické cíle a jejich znázornění. Pokud jsou cíle a měřítka správně vybrány, dokáže tento koncept objasnit strategický směr podniku a současně umožní jeho měření. Dále prostřednictvím Balanced Scorecard může být při odpovídajícím výběru cílů usměrněno chování podniku v souladu se strategií.

Zavedení Balanced Scorecard znamená, že se cíle, měřítka a strategické akce přiřazují ke konkrétnímu úhlu pohledu tzv. perspektivám. Právě přiřazení k perspektivám má zabránit jednostrannému přemýšlení při odvozování a sledování cílů. Tvůrci BSC navrhují čtyři základní perspektivy, a to: finanční, zákaznickou, interních procesů a potenciálu [3].



Obr. 2. Perspektivy konceptu Balanced Scorecard. Zdroj [13]

„Neustále je ovšem potřeba myslet na to, že smyslem Balanced Scorecard je efektivně řídit podnik a nevytvářet pouze souhrn měřítek. Měřítka a hybatelé jsou prostředkem k dosažení výsledků, ke kterým chce podnik směřovat“, upozorňuje Pavelková a Knápková [13].

4 SHRnutí TEoretické Části

V teoretické části diplomové práce jsem vypracovala literární rešerši zaměřenou na oblast hodnocení výkonnosti. Toto téma je velmi rozsáhlé, a proto jsem se snažila vystihnout jen ty nejdůležitější skutečnosti a hlavní podstatu problematiky.

V první kapitole jsem se věnovala obecně hodnocení výkonnosti a hodnotovému řízení. Zabývala jsem se také definováním kritéria výkonnosti, kdy jsem se více zaměřila na čistou současnou hodnotu, která je pro řadu autorů základním kritériem hodnocení výkonnosti. Výkonnost podniku může být hodnocena tradičními nebo moderními ukazateli, toto rozdělení jsem použila i ve své práci. Nejdříve jsem se věnovala tradičním ukazatelům. Rozdělila jsem je na absolutní, rozdílové, poměrové a souhrnné ukazatele. V rámci kapitol jsem více rozebrala ukazatele rentability, cash flow a jednotlivé druhy zisků. Na závěr kapitoly jsem provedla krátké zhodnocení tradičních ukazatelů.

V další kapitole teoretické části práce jsem se zaměřila na moderní ukazatele výkonnosti. Moderních ukazatelů výkonnosti je mnoho, řada z nich je náročná na výpočet, případně nejsou vhodné pro všechny podniky. V jednotlivých podkapitolách jsem se zabývala vždy jedním ukazatelem, kdy jsem uvedla jeho charakteristiku, postup výpočty a jeho výhody případně nevýhody. Větší pozornost jsem věnovala ekonomické přidané hodnotě, pro jejíž výpočet je nutné provést řadu úprav, které jsem více rozvedla. Dalšími ukazateli, které jsem v teoretické části představila, byl ukazatel CFROI, tržní přidaná hodnota, CROGA, diskontované cash flow, CVA a další.

V teoretické části jsem se snažila uvést všechny ukazatele výkonnosti, které mohou být využity i pro české podniky. Řada z nich je ale pro manažery podniků neznámá a nejsou tedy využívány. Důvodem malého využití může být skutečnost, že většina českých publikací věnující se hodnocení výkonnosti se moderními ukazateli zabývá jen velmi okrajově. Nejen při zpracování teoretické části, ale i při výpočtu jednotlivých moderních ukazatelů jsem nejvíce využívala publikace od Pavelkové a Knápkové, od manželů Maříkových a od Kislingerové.

V praktické části se pokusím vybrané ukazatele výkonnosti použít a zjistit tak úroveň výkonnosti analyzovaného podniku.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

V praktické části diplomové práce zhodnotím výkonnost firmy XY, s. r. o. Z důvodu ochrany údajů bude firma v celé práci vystupovat pod smyšleným názvem XY a na žádost firmy nebudu uvádět bližší informace, které by vedly k její identifikaci.

5.1 Předmět činnosti firmy XY

Jedná se o společnost s ručením omezeným zabývající se výrobou obytných mobilních a sanitárních kontejnerů. Dále se společnost specializuje také na modulární výstavby, výstavby přenosných budov a na sanitární moduly. Systémem prostorové výstavby firma staví hlavně kancelářské objekty, školy, restaurace, ubytovny, prodejny, autosalony, podnikatelské objekty, bytové domy apod. Společnost vlastní několik certifikátů, patentů a užitných vzorů. Úspěšnost firmy potvrzuje i účast na řadě mezinárodních stavebních veletrzích, kde byla společnost již několikrát za své výrobky oceněna.

Převážnou část své produkce firma vyváží do zahraničí, což potvrzuje i následující tabulka s procentním rozdělením výnosů.

Tab. 1. Výnosy z běžné činnosti. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Tuzemsko	30 %	24 %	31 %	31 %	30 %
Zahraníčí	70 %	76 %	69 %	69 %	70 %

Kolem 70 % výnosů z běžné činnosti tvoří výnosy ze zahraničí, v roce 2006 to bylo dokonce 76 % výnosů. Společnost exportuje své výrobky nejen do zemí Evropské unie, ale také do Norska, Švýcarska, na Blízký východ, Ruska, a do dalších zemí nejen na území Evropy.

5.2 Vývoj počtu zaměstnanců

Počet zaměstnanců od roku 2005 neustále roste, výjimkou je rok 2009, kdy poprvé za sledované období došlo k poklesu zaměstnanců. Největší nárůst byl v roce 2006, kdy vzrostl počet zaměstnanců o 24. V důsledku světové krize byl rok 2009 pro řadu firem obtížný, z nichž některé to řešily i propouštěním svých zaměstnanců. Jak vidíme i firma XY se potýkala s problémy s odbytem, které potvrzuje nejen snížený počet zaměstnanců ale i nižší výroba.

V tabulce je uveden i počet řídicích pracovníků a jejich procentní podíl na celkovém počtu. V letech 2006 – 2008 udržovala firma stejné procentní zastoupení řídicích pracovníků (22 %). V roce 2009 byl ale procentní podíl řídicích pracovníků navýšen.

Tab. 2. Vývoj počtu zaměstnanců. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Průměrný počet	137	161	165	172	160
z toho řídicí	33	35	36	38	41
procentní podíl řídicích	24 %	22 %	22 %	22 %	26 %

5.3 Zařazení firmy do odvětví

Podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností patří společnost XY, s. r. o. do OKEČ 28 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků. Do tohoto odvětví je zahrnováno ohromné množství výrobků, v podstatě vše kovové s čím přicházíme do styku. Výrobní činnost odvětví je dále rozdělena do 7 oborů. Analyzovaná společnost patří do OKEČ 28.1 – Výroba kovových konstrukcí a prefabrikátů.

Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků má ve zpracovatelském průmyslu významné místo, především pro strojírenský a automobilový průmysl je toto odvětví jedním z nejdůležitějších dodavatelů. V roce 2008 se odvětví řadilo na čtvrté místo podílem téměř 7,5 % na tržbách za vlastní výrobky a služby v rámci zpracovatelského průmyslu. Na průměrném počtu zaměstnanců zpracovatelského průmyslu se OKEČ 28 podílel 11,7 %. Velmi významnou roli hraje odvětví svým podílem cca 9,5 % na celkové účetní přidané hodnotě celého zpracovatelského průmyslu.

Kovodělná výroba stejně jako výroba strojírenská má v České republice dlouhodobou tradici. Rozvoj strojírenského průmyslu a podpora především automobilového průmyslu zapříčinila zvýšení poptávky po kovových komponentech do těchto odvětví. Dalším velkým odběratelem produkce odvětví kovovýroby je stavebnictví. Kovové konstrukce a prefabrikáty získávají ve stavebnictví stále větší oblibu [23].

5.4 SWOT analýza

SWOT analýza hodnotí silné (Strengths) a slabé (Weaknesses) stránky společnosti a její hrozby (Threats) a příležitosti (Opportunities), které jsou spojené s jejím podnikáním. Pomocí této analýzy můžeme komplexně vyhodnotit fungování firmy, najít její problémy,

případně další možnosti jejího růstu. SWOT analýzu společnosti XY, s. r. o. zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3. SWOT analýza firmy XY, s. r. o. Zdroj [vlastní]

	S	Silné stránky	W	Slabé stránky
	Vnitřní faktory	<ul style="list-style-type: none"> • široká škála výrobků a služeb • vysoká kvalita výrobků • certifikované výrobky, ISO 9000:2001, vlastnictví patentů • inovační činnost • mnohaleté zkušenosti a tradice • vysoká úroveň firmy – image • plnění dohodnutých termínů 		<ul style="list-style-type: none"> • nevýhodná geografická poloha a špatná dopravní obslužnost • obtížná diferenciacie od konkurenčních výrobků • nízká nabídka kvalifikované pracovní síly, vysoká fluktuace v dělnických profesích • vyšší fixní náklady vůči konkurenci • nízká jazyková úroveň zaměstnanců v dělnických profesích
	O	Příležitosti	T	Hrozby
	Vnější faktory	<ul style="list-style-type: none"> • růst trhu a poptávky • nové uplatnění výrobků • přírodní katastrofy a válečné konflikty • podpora podnikání v zemi a státní dotace • nové exportní příležitosti • vytvoření silné pozice na trhu 		<ul style="list-style-type: none"> • velká konkurence na trhu • snadný vstup konkurence na trh • levné výrobky z východu • posílení české koruny • zdražování vstupů (energie, ropa, materiál, suroviny, mzdové náklady)

Firma XY, s. r. o. se snaží maximálně využít své silné stránky a eliminovat nebo odstraňovat stránky slabé. Například pro odlišení výrobků od konkurence spolupracuje firma s vysokými školami a organizuje architektonické soutěže. V případě vyšší fluktuace pracovníků řeší tento problém pomocí stabilizace klíčových kádrů, jasné mzdové politiky a motivačního programu. Vedení firmy klade také důraz na celoživotní vzdělávání. Většina slabých stránek podniku by se měla postupně stát stránkami silnými. Některé slabé stránky však společnost ovlivnit nemůže, jedná se především o špatnou dopravní dostupnost.

Na možné příležitosti a hrozby se firma snaží reagovat pružně. Například v případě rychle se naskytující tržní příležitosti při přírodních katastrofách aktivně informuje o svých produktech možné zákazníky a nadace. Největší hrozbu pro firmu představuje velká konkurence v oboru, která je ale současně motivem k neustálému zlepšování a růstu firmy.

5.5 Porterův model

Rivalita mezi konkurenty

Firma XY se cítí ohrožena ze strany konkurence. Na trhu je silný konkurenční boj a mezi jednotlivými firmami existuje i určitá rivalita. V okolí společnosti se nachází několik podniků, které se věnují stejné výrobní činnosti. Všechny firmy se snaží získat nejlepší zakázky a také zvýšit svůj podíl na trhu.

Vstup nových konkurentů

Vstup nových výrobců na trh, kde působí firma XY, je poměrně snadný. V České republice se výrobou obytných a sanitárních kontejnerů zabývá cca 26 firem, z nichž 5 působí především na českém trhu. Zbylé firmy, stejně jako firma XY, se orientují hlavně na vývoz do zahraničí, především do Německa. Na zahraničních trzích narůstá hrozba konkurentů nejen z ČR, ale i z jiných zemí. Velkými konkurenty jsou výrobci z Polska a Balkánu, ale i levnější formy výrobků z východu.

Hrozba nových výrobků

Firma XY neustále výrobky inovuje, čímž získává výhodu nad konkurencí. Inovační činnost si však vyžaduje vyšší fixní náklady, ale tato nevýhoda je kompenzována inovacemi, které jsou orientovány na zákazníka. Někteří výrobci dokonce výrobky firmy XY napodobují. Hrozbou pro firmu XY jsou především nekvalitní výrobky některých konkurenčních firem, které způsobí nespokojenost kupujícího. Tato špatná zkušenost odradí zákazníka od dalšího nákupu od jiného výrobce, jehož výrobky jsou už kvalitní. Firma XY působí v oblasti stavebnictví, kde lze nalézt mnoho substitutů. Jedinečnost metody přenosných staveb si však nalézají specifické zákazníky.

Síla dodavatelů

Firma XY je na dodavatelských surovinách a materiálu závislá, ale vztahy mezi nimi jsou dobré a bez větších komplikací. S některými dodavateli jsou vztahy až na takové úrovni, že dodavatelé jsou ochotni přistoupit na delší doby splatnosti svých pohledávek a bez jakékoliv sankce pro společnost XY. V případě výpadku některého z dodavatelů má firma vždy alternativní možnost zajištění surovin nebo materiálů od jiného dodavatele. Firma XY si dlouhodobě buduje optimální vztahy s dodavateli s vědomím, že firma může být pouze tak dobrá, jako jsou její dodavatelé. K tomu využívá transparentní metody ke spolupráci s dodavateli, jako jsou e-aukce, hodnocení dodavatelů, auditů dodavatelů apod. K lepšímu po-

chopení filozofie firmy XY dodavateli, pořádá firma XY pravidelně Dny dodavatelů. Cílem je vtažení dodavatelů do procesu inovací firmy XY.

Síla kupujících

Většina výrobků je vyráběna podle individuálních požadavků kupujícího, můžeme říct, že kupující si téměř diktuje podmínky výroby. Firma si rozděluje své zákazníky na tzv. konečné zákazníky, partnery a pronajimatele. Nejziskovější skupinou jsou koneční zákazníci. V případě prodeje výrobků do zahraničí využívá firma především zahraniční partnery, kteří znají nejen zahraniční prostředí ale i zákazníky. Zahraniční partneři vykazují největší objem obchodů.

6 FINANČNÍ ANALÝZA

Pro hodnocení výkonnosti firmy XY, s. r. o. tradičními metodami využijí nástroje finanční analýzy. Finanční analýza představuje významný nástroj finančního řízení a pomocí jejich ukazatelů můžeme hodnotit výkonnost podniku. Protože finanční analýza vychází především z údajů veřejně dostupných, je možné výsledné hodnoty srovnávat s odvětvím, do kterého podnik patří. Na základě domluvy s vedením analyzované firmy nebudou výsledné hodnoty srovnávat s hodnotami za celé odvětví, ale s vybranými konkurenty. Firma XY si vybrala dvě konkurenční firmy, které budou také v celé práci vystupovat pod smyšleným názvem. Jedná se o firmu A, která je akciovou společností a firmu B, která je společností s ručeným omezeným.

Potřebné údaje pro vyhodnocení výkonnosti podniků pomocí tradičních ukazatelů jsem čerpala z rozvah, výkazů zisků a ztráty a také z příloh k účetním závěrkám. Výkonnost firmy XY budu hodnotit za období 2005 – 2009, konkurenční firmy pouze za období 2005 – 2008. Důvodem kratšího období je nedostupnost údajů za rok 2009, které při zpracování této části práce nebyly veřejnosti k dispozici.

6.1 Absolutní a rozdílové ukazatele

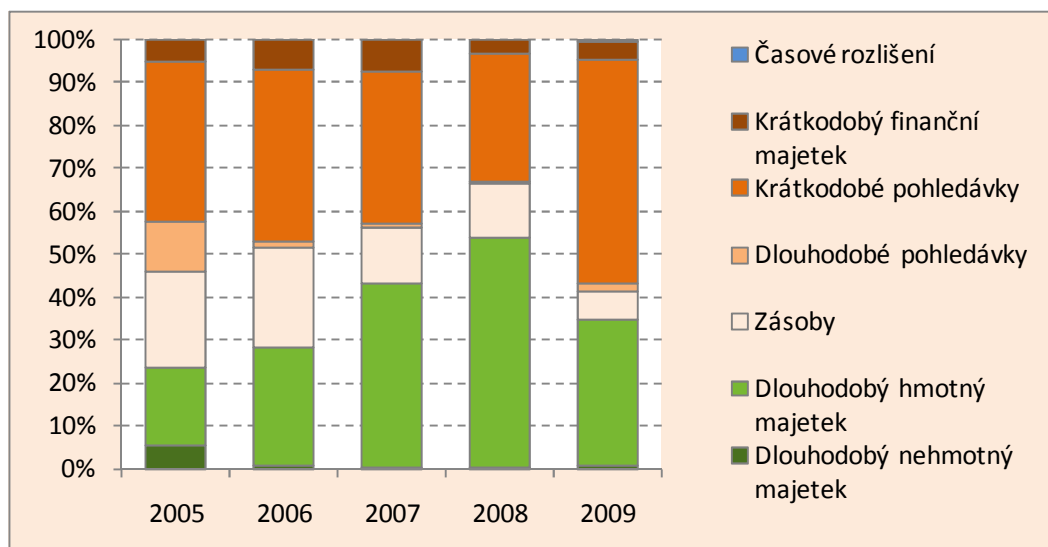
6.1.1 Majetková a finanční struktura

Od roku 2005 docházelo k neustálému nárůstu bilanční sumy. V roce 2005 činila 111 mil. Kč a v posledním analyzovaném roce 314 mil. Kč. Za pět let došlo k navýšení bilanční sumy o více jak 200 mil. Kč. Bilanční sumy konkurenčních firem také vykazovaly rostoucí trend.

Majetková struktura

V majetkové struktuře firmy XY dochází od roku 2005 k zvyšování podílu **dlouhodobého majetku** vlivem zvyšování dlouhodobého hmotného majetku. Firma v posledních letech uskutečnila nemalé investice. V roce 2007 pořídila novou výrobní halu v hodnotě 40 mil. Kč a stroje v hodnotě 10 mil. Kč. Následující rok byly uskutečněny ještě větší investice, došlo k pořízení další výrobní haly, kdy bylo proinvestováno 47 mil. Kč, nakoupeny stroje v hodnotě 9 mil. Kč a dopravní prostředky za 5 mil. Kč. V roce 2009 došlo ke snížení hodnoty dlouhodobého hmotného majetku nejen v absolutním vyjádření, ale i v procentním. **Dlouhodobý nehmotný majetek** vlastní firma jen minimální, nejvíce ho měla v roce

2005. Převážnou část nehmotného majetku tvořila ocenitelná práva, která ale firma od roku 2006 nemohla z důvodu opatrnosti vést v účetnictví. **Dlouhodobý finanční majetek** firma nevlastní.



Obr. 3. Struktura aktiv firmy XY. Zdroj [vlastní]

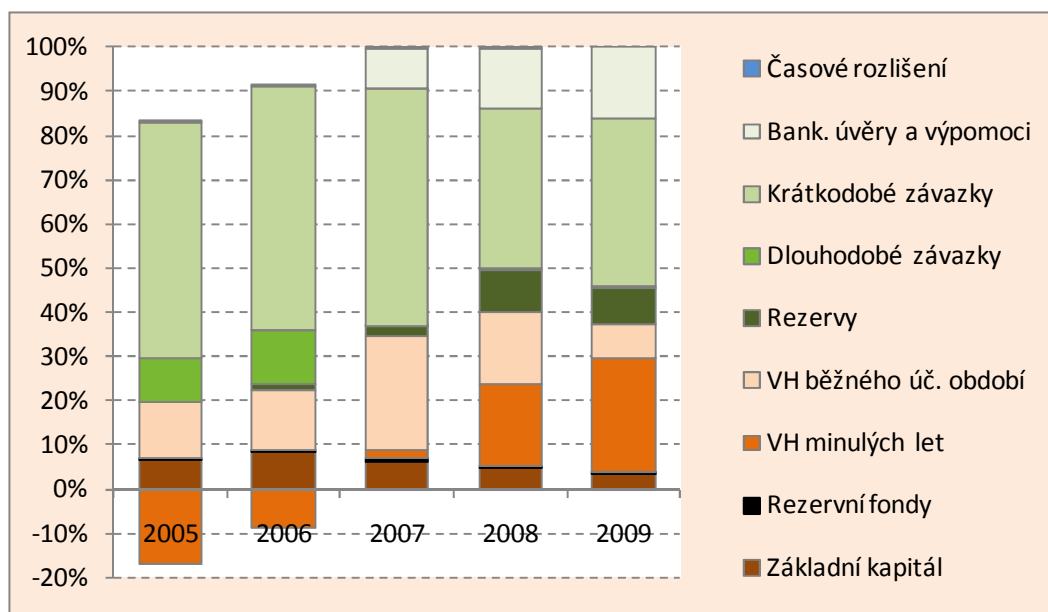
Přestože absolutní hodnota oběžných aktiv rostla, jejich podíl na aktivech až do roku 2009 klesal. V roce 2009 vlivem výrazného nárůstu krátkodobých pohledávek vzrostl podíl oběžných aktiv ze 46 % v roce 2008 na 65 %. V oběžných aktivech vždy převažovaly krátkodobé pohledávky, v roce 2007 a 2008 tvořily více jak 60 % oběžných aktiv. V posledním sledovaném roce se ale zvýšily o více jak 90 mil. Kč a jejich podíl na oběžných aktivech se vyšplhal až na 80 %. Výše zásob je poměrně stabilizovaná, dosahuje hodnoty kolem 30 mil. Kč. Výjimkou je opět rok 2009, kdy se hodnota zásob snížila na 20 mil. Kč. Finanční majetek se na aktivech podílí 4 – 7 %, a v absolutním vyjádření prochází poměrně pravidelnými výkyvy. V letech 2006 a 2008 dosahoval 7 mil. Kč a v letech 2007 a 2009 činil 13 mil. Kč.

Majetková struktura u konkurenčních firem se výrazně liší. **Firma A** měla v roce 2008 podíl oběžných a dlouhodobých aktiv téměř vyrovnaný. Zajímavostí je nárůst dlouhodobého nehmotného majetku o více jak 40 mil. Kč, kdy se jednalo o ocenitelná práva. Na rozdíl od firmy XY vlastní firma A také dlouhodobý finanční majetek. V oběžných aktivech převažovaly do roku 2008 zásoby, v roce 2008 už ale krátkodobé pohledávky. **Firma B** vlastní jen minimum dlouhodobého majetku, v roce 2008 tvořil nejvyšší podíl na aktivech (11%). Ve srovnání s firmou XY a firmou A převažuje u této společnosti od roku 2006, nejen

v oběžných aktivech ale i v celkových, krátkodobý finanční majetek (v roce 2008 tvoří 54 % aktiv). Jedná se o finanční prostředky držené na běžném účtu.

Finanční struktura

Od roku 2005 dochází u firmy XY k nárůstu vlastního kapitálu. V roce 2005 dosahoval pouze 4,8 mil. Kč a v roce 2009 už 117,7 mil. Kč. Podíl vlastního kapitálu na pasivech byl v roce 2005 pouze 4 %. Důvodem tak nízké hodnoty vlastního kapitálu byly ztráty minulých let. Vlivem zisků v jednotlivých letech došlo k uhrazení těchto ztrát a od roku 2007 vykazuje firma kladné hodnoty výsledků hospodaření minulých let. Zisky běžného období a jejich nerozdělení, tedy převedení do dalších let, způsobuje růst vlastního kapitálu a nižší zadluženost. Největší podíl na pasivech měl vlastní kapitál v roce 2008, tvořil 40 %, v roce 2009 se tento podíl snížil o 3 %. V základním kapitálu za sledované období nedošlo k žádné změně.



Obr. 4. Struktura pasiv firmy XY. Zdroj [vlastní]

V cizích zdrojích vždy převažují krátkodobé závazky, v letech 2005 – 2007 tvořily 80 – 82 % cizích zdrojů. Přestože absolutní hodnota krátkodobých závazků rostla a v roce 2009 dosahovala nejvyšší hodnoty (197 mil. Kč), došlo v posledních dvou letech ke snížení jejich podílu na cizích zdrojích na 60 %. V letech 2005 a 2006 jsou významné dlouhodobé závazky (17 mil. Kč) vzniklé v důsledku dohody s obchodním partnerem, který přistoupil na splatnost závazku delší než 1 rok. Od roku 2006 tvoří firma rezervy na opravu majetku, v prvních dvou letech ve výši 2 064 tis. Kč a v dalších dvou letech v hodnotě 2 442 tis. Kč. Dále byla v roce 2008 vytvořena rezerva 20 mil. Kč na budoucí kurzové ztrá-

ty. Společnost v tomto roce uzavřela smlouvu o zajištění devizového kurzu na období 2009 – 2011. K 31. 12. 2008 byla vypočtena ztráta více než 80 mil. Kč, která může během tříletého období vzniknout vzhledem k budoucím předpokládaným objemům výměny cizí měny na českou korunu. Společnost vždy využívala k financování i bankovní úvěry. V letech 2005 a 2006 byly využívány jen krátkodobé úvěry, které byly ještě v roce čerpání splaceny, a firma na konci roku vykazovala v rozvaze nulové hodnoty bankovních úvěrů. Od roku 2007 narůstá využití bankovních úvěrů, v roce 2009 tvoří 16 % pasiv. Firma v posledním roce upřednostňuje krátkodobou formu bankovních úvěrů, v předchozích dvou letech byla preferována dlouhodobá forma bankovních úvěrů.

U **firmy A** se v období 2005 – 2007 vlastní kapitál podílel na pasivech 35 – 39 %. V roce 2008 došlo k navýšení jeho podílu na 53 % především v důsledku zvýšení kapitálových fondů o více jak 60 mil. Kč. Tento nárůst vznikl navýšením oceňovacích rozdílů z přecenění majetku, závazků a při přeměnách. Protože je firma A akciovou společností, tvoří základní kapitál (50 mil. Kč) s výjimkou roku 2008 největší položku vlastního kapitálu. Cizí zdroje z 90 % tvoří krátkodobé závazky, další položkou jsou závazky dlouhodobé. Bankovní úvěry využívala firma pouze v roce 2005.

Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech u **firmy B** se od roku 2005 neustále zvyšoval, v roce 2008 tvořil 67 %. Navyšování bylo způsobeno nerozdělováním zisku. Z cizích zdrojů využívá firma B pouze krátkodobé závazky.

6.1.2 Analýza výnosů a nákladů

Celkové hodnoty výnosů a nákladů se od roku 2005 neustále zvyšovaly. V roce 2009 ale došlo k poklesu výnosů o 18 % a nákladů o 16 % ve srovnání s rokem 2008. Celkové výnosy v roce 2009 byly 415 mil. Kč a náklady 390 mil. Kč.

Analýza výnosů

Podle struktury výnosů je zřejmé, že firma XY se zabývá pouze výrobní činností. V období 2005 – 2009 dosahují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb 96 – 97 %, s výjimkou roku 2008. V tomto roce se podíl tržeb za vlastní výrobky a služby snížil na 93 % vlivem nárůstu ostatních finančních výnosů. Obchodní činností se firma zabývala jen minimálně. Největší tržby za prodej zboží byly v roce 2008 (2 mil. Kč), nejmenší v roce 2005 (455 tis. Kč) a v roce 2007 a 2009 byly dokonce nulové tržby za zboží. Další poměrně významnou položkou byly ostatní finanční výnosy, které v roce 2008 dosáhly hodnoty 20,5 mil. Kč

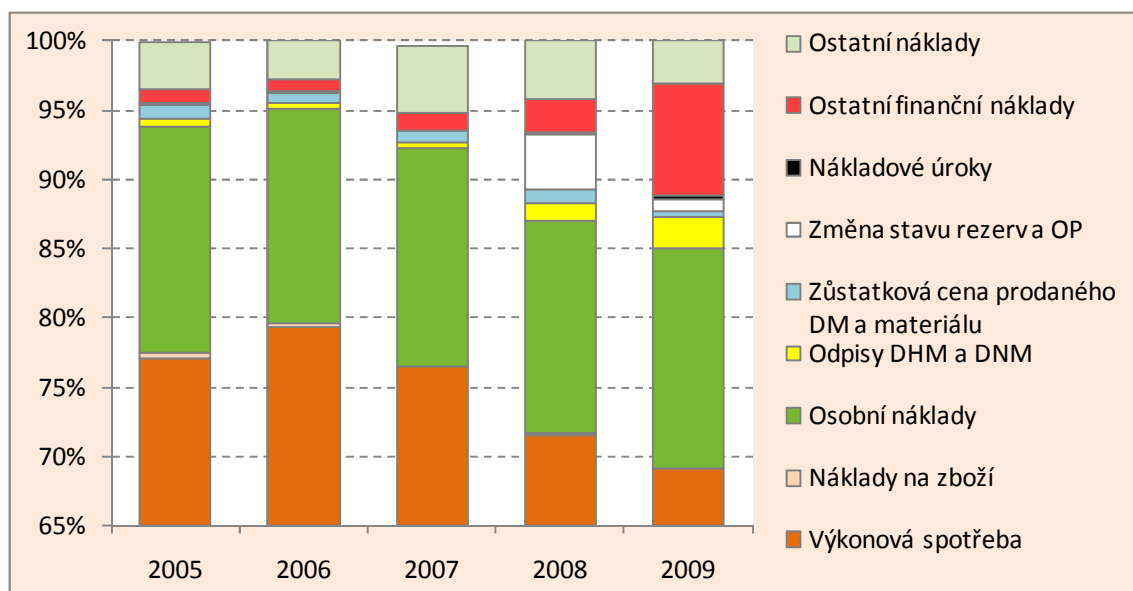
a na celkových výnosech se podílely 4 %. V předchozím roce činily ostatní finanční výnosy 9 mil. Kč (2 % z celkových výnosů). Jejich vznik zapříčinily kurzové zisky. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvořily 1 – 2 % výnosů a v jednotlivých letech nedocházelo v absolutním vyjádření k výrazným změnám.

Konkurenční **firma A** se obchodní činnosti věnuje více, tržby za prodej zboží se na celkových výnosech podílely 5 – 6 % (v roce 2006 ale 3 %). Nejvýznamnější položkou výnosů jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, tvoří 85 – 94 % výnosů. Dalšími významnými položkami jsou tržby z prodeje materiálu, tvoří 3 – 4% (16 – 22 mil. Kč) a v roce 2008 také ostatní finanční výnosy. V letech 2005 – 2007 dosahovaly ostatní finanční výnosy 4 – 9 mil. Kč, v roce 2008 vzrostly na 21 mil. Kč a tvořily 3 % celkových výnosů.

U **firmy B** tvoří tržby z prodeje zboží 2 – 4 % celkových výnosů a 94 – 97 % tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Ostatní položky výnosů jsou málo významné.

Analýza nákladů

Struktura nákladů je ve všech letech stabilní. V období 2005 – 2007 tvořila výkonová spotřeba 77 – 79 %, v roce 2008 se její podíl snížil na 72 % a v roce 2009 na 69 %. Strukturu ostatní nákladů můžeme vidět na následujícím grafu. Upozorňuji, že počátek osy y na grafu je v hodnotě 65 %, důvodem je lepší vypočítací schopnost.



Obr. 5. Struktura nákladů firmy XY. Zdroj [vlastní]

Firma XY udržuje stabilní podíl osobních nákladů na celkových nákladech, tvoří 15 – 16 %. Odpisy majetku se neustále zvyšovaly, v roce 2009 dosáhly nejvyšší hodnoty

(8,4 mil. Kč) a tvořily 2 % nákladů, v předchozích letech byl jejich podíl do 1 %. Stejný podíl (1 %) tvoří i zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Jak můžeme vidět na grafu, došlo v roce 2008 k tvorbě rezervy. Jednalo se o finanční rezervu v hodnotě 20 mil. Kč, která byla tvořena z důvodu krytí budoucích kurzových ztrát. Přestože firma využívala k financování i bankovní úvěry, nejvíce v letech 2007 – 2009, vykazuje ve všech letech jen minimální nákladové úroky, které měly na celkových nákladech téměř nulový podíl. Poměrně významné byly také ostatní finanční náklady, jejichž absolutní hodnota neustále rostla. V roce 2009 dosahovaly více než 31 mil. Kč a důvodem jejich vzniku bylo nevhodné kurzové zajištění.

Také u **firmy A** je struktura nákladů stabilní. Výkonová spotřeba tvoří 79 – 81 % nákladů, osobní náklady 9 – 10 % a odpisy 1 – 2 % všech nákladů. Další významnou položkou je zůstatková cena prodaného materiálu, která se pohybuje v rozmezí 15 – 20 mil. Kč a tvoří 2 – 3 % nákladů. Ve srovnání s firmou XY vykazuje firma A větší ostatní finanční náklady, v roce 2008 činily 17 mil. Kč. Bankovní úvěry využívala firma v roce 2005 a pravděpodobně i v roce 2006, nákladové úroky jsou ale minimální a pouze v letech 2005 a 2006.

K výrazným změnám ve struktuře nákladů nedochází ani u **firmy B**. Náklady na prodané zboží tvoří 2 – 3 % všech nákladů, výkonová spotřeba 86 – 91 % nákladů. Podíl osobních nákladů ve sledovaném období vzrostl z 3 % na 6 %, přesto je to výrazně nižší podíl než u firmy XY a firmy A. Nákladové úroky nemá firma žádné, pouze v roce 2007 činily 2 tis. Kč. Podle rozvahy firma bankovní úvěry k financování nevyužívá, to potvrzují i zůstatky na bankovním účtu, které se od roku 2005 zvýšily z 16 mil. Kč až na 65 mil. Kč v roce 2008.

Obchodní marže

Všechny společnosti se obchodní činnosti příliš nevěnují. Jak vidíme v tabulce č. 4, pro firmu XY byla obchodní činnost v letech 2005 a 2006 dokonce ztrátová. Pro konkurenční firmy byla obchodní činnost vždy zisková, nejvíce pro firmu A, která se z analyzovaných firem věnuje obchodní činnosti nejvíce.

Tab. 4. Vývoj obchodní marže. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	-369	-484	0	1 653	0
Firma A	9 148	4 097	9 018	6 965	-
Firma B	360	1 019	1 837	2 728	-

6.1.3 Vývoj výsledku hospodaření

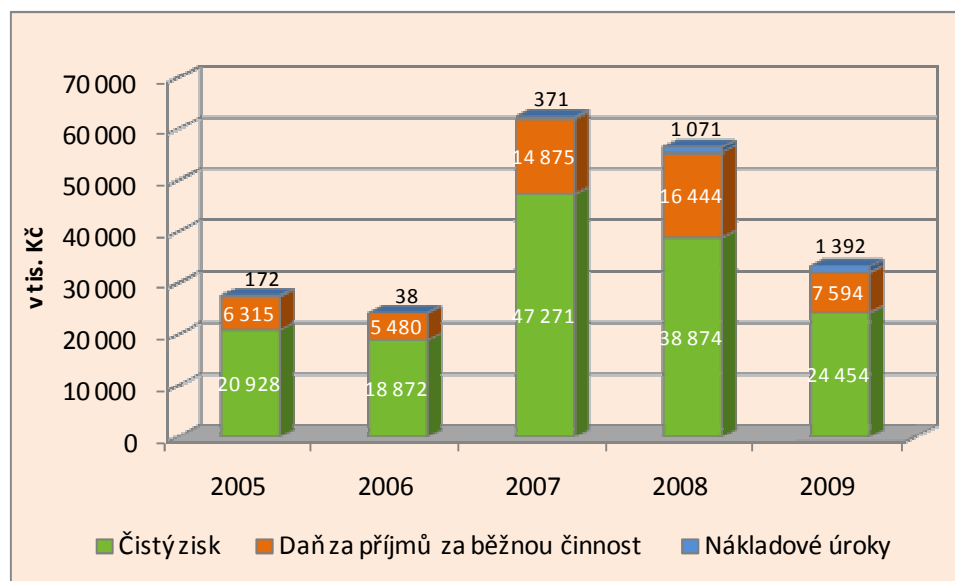
Ve všech sledovaných letech dosahovala firma XY kladných výsledků hospodaření, nejvyšší byl v roce 2007. Na tomto výsledku hospodaření se podílel i zisk z finanční oblasti, který vznikl na základě forwardového obchodu, jenž zajistil firmě kurzové zisky. Naopak v roce 2008 způsobil finanční výsledek hospodaření snížení VH za účetní období o 11 mil. Kč. Přestože v tomto roce firma vykázala ostatní finanční výnosy v hodnotě 20 mil. Kč a ostatní finanční náklady v hodnotě 11 mil. Kč, došlo vlivem tvorby rezervy (20 mil. Kč) na kurzové ztráty k tomu, že finanční výsledek dosáhl ztráty. Pokud by v roce 2008 firma nevytvořila rezervu na kurzové ztráty, dosáhl by VH před zdaněním 75 mil. Kč. Nejhorší výsledek z finanční oblasti vykázala firma XY v roce 2009, kdy se ostatní finanční náklady vyšplhaly až k 31 mil. Kč. Důvodem této ztráty bylo kurzové zajištění.

Ve sledovaných letech neuskutečňovala firma žádnou mimořádnou činnost, mimořádný VH vykazoval ve všech letech nulovou hodnotu.

Tab. 5. Vývoj hospodářského výsledku firmy XY. Zdroj [vlastní]

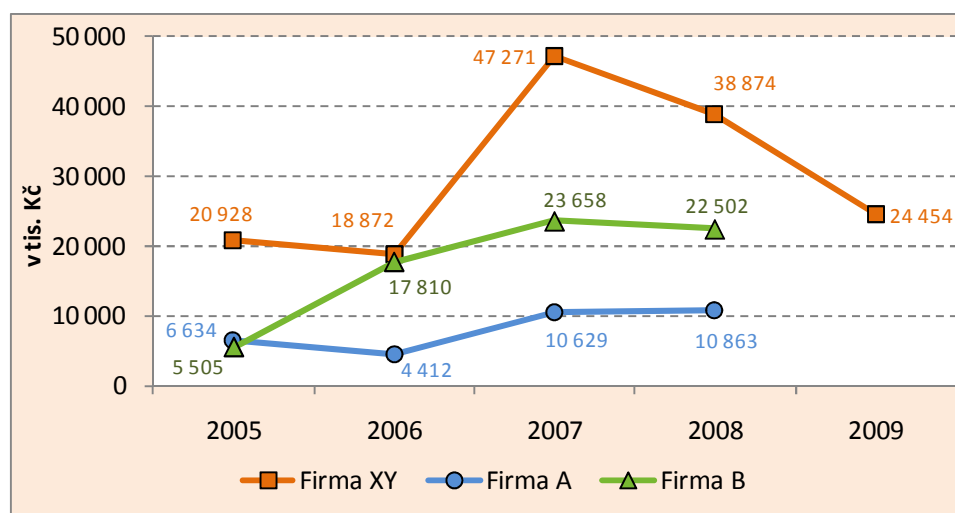
v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní VH	28 862	25 652	58 488	67 147	59 917
Finanční VH	-1 619	-1 300	3 658	-11 829	-27 869
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
VH za účetní období	20 928	18 872	47 271	38 874	24 454
EBT	27 243	24 352	62 146	55 318	32 048
EBIT	27 415	24 390	62 517	56 389	33 440
EBITDA	28 740	25 935	64 819	62 556	41 867

Vedení firmy XY jistě zajímá, jaká část vytvořeného zisku zůstane v podniku, kolik činí nákladové úroky patřící věřitelům a jakou část zisku odvede firma státu ve formě daní.



Obr. 6. Dělení EBIT u firmy XY. Zdroj [vlastní]

V období 2005 – 2007 zůstávaly tři čtvrtiny EBIT v podniku ve formě čistého zisku, v roce 2008 ale pouze 70 % a i přes nižší výsledek hospodaření před zdaněním dosáhla celková daň vyšší hodnoty. Vyšší daň způsobila opět rezerva na kurzové ztráty, protože se jedná o daňově neuznatelný náklad. Co se týká nákladových úroků, v roce 2005 a 2006 využívala firma bankovní úvěry jen minimálně, nákladové úroky byly v rozmezí 38 – 371 tis. Kč. V roce 2008 činily nákladové úroky po čtyřech letech více jak 1 mil. Kč, důvodem tohoto zvýšení bylo větší využívání bankovních úvěrů. Trend navyšování úvěrů je i v roce 2009 a způsobil i nárůst nákladových úroků. Přesto firma XY odvádí věřitelům jen velmi malou část celkového EBIT.



Obr. 7. Vývoj výsledků hospodaření po zdanění. Zdroj [vlastní]

Výsledek hospodaření patří mezi nejčastěji využívaný ukazatel pro hodnocení výkonnosti. Při srovnání výsledku hospodaření za běžné účetní období firmy XY a její konkurence zjistíme, že firma XY dosahuje nejlepších výsledků, má tedy nejlepší výkonnost. Toto srovnání ale nemusí být dostatečně vypovídající, protože nejsou zohledněny jiné faktory, které VH ovlivňují. Konkurenční firmy mají u výsledků hospodaření po zdanění poměrně stabilní rostoucí trend. Naopak firma XY se potýká s výkyvy, po prudkém nárůstu čistého zisku v roce 2007 nastává klesající tendence.

6.1.4 Vývoj cash flow

V níže uvedené tabulce je ve zkrácené podobě znázorněn vývoj cash flow (CF) rozdělený podle činností na CF z provozní, investiční a finanční činnosti.

Tab. 6. Vývoj peněžních toků. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Počáteční stav peněžních prostředků	1 059	5 416	7 806	13 691	7 415
CF z provozní činnosti	8 520	11 215	55 370	47 278	3 225
CF z investiční činnosti	-2 541	-6 303	-44 652	-54 220	12 741
CF z finanční činnosti	-1 625	-2 519	-4 833	666	-9 585
Čisté snížení nebo zvýšení peněžních prostředků	4 354	2 393	5 885	-6 276	6 381
Konečný stav peněžních prostředků	5 413	7 809	13 691	7 415	13 796

Za sledované období dosahovalo CF z provozní činnosti vždy kladných hodnot, nejvyšší v roce 2007 (55 mil. Kč) a 2008 (47 mil. Kč). V těchto dvou letech bylo také nejnižší CF z investiční činnosti. V roce 2008 dosáhlo CF z investiční činnosti -54 mil. Kč a způsobilo, že se celkové CF dostalo do záporných čísel. Podnik v letech 2007 a 2008 investoval nemalé částky do vybudování výrobních hal a strojů, což způsobilo tak nízké CF z investiční činnosti. Jak můžeme vidět je CF z investiční činnosti do roku 2009 vždy záporné, to svědčí o neustálém investování. V roce 2009 docházelo k opačné situaci, k prodeji majetku. CF z finanční činnosti bylo kladné pouze v roce 2008, zapříčinil to nárůst nejen dlouhodobých závazků ale i dlouhodobých bankovních úvěrů. V roce 2009 bylo finanční CF nejnižší, způsobilo to především snížení dlouhodobých bankovních úvěrů o 6,5 mil. V tomto roce bylo také nejnižší provozní CF, což bylo způsobeno nárůstem pohledávek o více jak 96 mil. Kč. Za sledované období docházelo vždy k nárůstu peněžních prostředků, s výjimkou roku 2008.

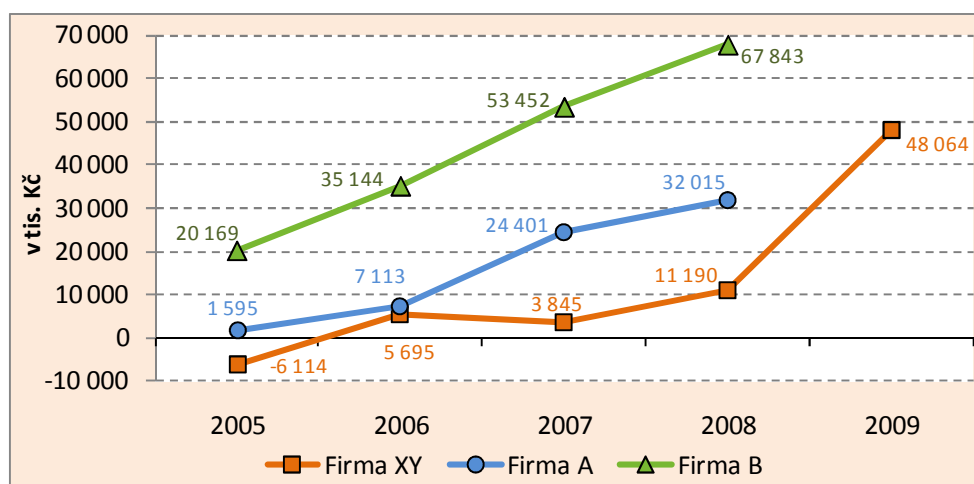
6.1.5 Vývoj čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál (ČPK) vyjadřuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Z krátkodobých zdrojů využívá firma XY v období 2005 – 2006 pouze krátkodobé závazky a v dalších letech začala využívat i krátkodobé bankovní úvěry. V roce 2005 převažovaly krátkodobé cizí zdroje nad oběžnými aktivy, to způsobilo záporný čistý pracovní kapitál. V tomto roce mohl mít podnik také problém s likviditou a mohl být neschopen krýt neočekávané závazky. Ze záporného ČPK můžeme vyvodit, že část trvale přítomného oběžného majetku a část dlouhodobého majetku byla financována krátkodobými cizími zdroji, konkrétně krátkodobými závazky. V tomto roce volila firma XY agresivní strategii financování, od které v dalších letech upouští.

Tab. 7. Vývoj čistého pracovního kapitálu firmy XY. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Oběžná aktiva	83 281	82 258	103 896	111 705	204 835
Krátkodobé cizí zdroje	89 395	76 563	100 051	100 515	156 771
ČPK	-6 114	5 695	3 845	11 190	48 064

Pozitivně můžeme hodnotit, že od roku 2006 firma vykazuje kladný ČPK, i když jeho hodnoty nejsou příliš vysoké. V posledním roce došlo k významné nárůstu ČPK, který byl způsoben nárůstem pohledávek o 96 mil. Kč. Při srovnání s konkurencí zjistíme, že firma A i firma B vykazují v letech 2005 – 2008 mnohem vyšší ČPK. Firma B má v oblasti ČPK nejlepší výsledky, které jsou způsobeny vysokými zůstatky krátkodobého finančního majetku. Například v roce 2008 má firma B na bankovním účtu zůstatek 63 mil. Kč.



Obr. 8. Vývoj ČPK u firmy XY a u konkurenčních firem. Zdroj [vlastní]

6.2 Poměrové ukazatele

Poměrových ukazatelů existuje celá řada, a proto jsou shrnovány do několika skupin podle svého zaměření. V následujících kapitolách se vždy zaměřím na určitou skupinu ukazatelů.

6.2.1 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky a bývá hodnocena pomocí ukazatelů běžné, pohotové a okamžité likvidity.

Tab. 8. Běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita					
Firma XY	0,93	1,07	1,04	1,11	1,31
Firma A	1,01	1,05	1,13	1,23	-
Firma B	1,78	1,97	2,23	2,75	-
Pohotová likvidita					
Firma XY	0,52	0,71	0,78	0,79	1,13
Firma A	0,56	0,51	0,55	0,74	-
Firma B	1,61	1,74	1,84	2,52	-
Okamžitá likvidita					
Firma XY	0,06	0,10	0,14	0,07	0,09
Firma A	0,12	0,11	0,22	0,21	-
Firma B	0,65	0,98	0,96	1,69	-

Likvidita III. stupně neboli **běžná likvidita**, je citlivá na strukturu zásob a pohledávek a měla by nabývat hodnot 1,5 - 2,5. Běžná likvidita u firmy XY se pohybuje kolem hodnoty 1, nedosahuje tedy doporučených hodnot. Kladně můžeme hodnotit skutečnost, že od roku 2005 se tento ukazatel zvýšil a v posledním roce dosáhl nejvyšší hodnoty 1,31. Podobný stav běžné likvidity je i u firmy A, která dosahuje o něco málo lepších výsledků. Nejlépe je na tom firma B, která ve všech sledovaných letech dosáhla doporučených hodnot a v roce 2008 je dokonce přesáhla.

U **pohotové likvidity** jsou doporučovány hodnoty 1 - 1,5. Ani tady firma XY a firma A nedosáhly těchto hodnot, na rozdíl od firmy B, která ve všech letech doporučené hodnoty přesáhla.

Ukazatel **okamžité likvidity** by měl nabývat hodnot v rozmezí od 0,2 do 0,5. Firma XY těchto výsledků zdaleka nedosahuje, její hodnoty se pohybují od 0,06 do 0,14. Lépe je na

tom firma A, která v letech 2007 a 2008 svoji okamžitou likviditu zlepšila a dosáhla hodnot nad 0,2. Zcela opačný stav je u firmy B, která ve všech letech vykazuje příliš vysoké hodnoty okamžité likvidity a drží na svých účtech příliš mnoho peněžních prostředků.

Ani jeden ukazatel likvidity u firmy XY nenabyl ve sledovaných letech doporučených hodnot. Firma nedrží příliš finančních prostředků ani zásob, navíc její hlavní zdroj financování jsou závazky, což způsobuje tak nízké hodnoty likvidity. Naopak firma B podle výsledků likvidity drží příliš mnoho finančních prostředků.

K ukazatelům likvidity můžeme zařadit i čistý pracovní kapitál a jeho podíl na celkových aktivech nebo oběžných aktivech.

Tab. 9. Podíl ČPK na oběžných aktivech. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	-7,3 %	6,9 %	3,7 %	10,0 %	23,5 %
Firma A	1,2 %	4,5 %	11,4 %	18,6 %	-
Firma B	43,9 %	49,1 %	55,3 %	63,7 %	-

V tabulce jsou uvedeny podíly ČPK na oběžných aktivech, které by měly dosahovat 30 - 50 %. Jak můžeme vidět, firma XY těchto hodnot zdaleka nedosahuje, i když v posledním roce se situace zlepšila. O trochu lepší výsledky má firma A, ale také doporučené hodnoty nespĺňuje. Nejvyšší hodnoty vykazuje firma B, u níž je podíl ČPK na oběžných aktivech v roce 2008 více jak 60%.

6.2.2 Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity zjistíme schopnost podniku využívat vložené prostředky. Nejdříve se budu věnovat ukazateli obratu aktiv, který může být počítaný pomocí výnosů nebo tržeb. Rozhodla jsem se pro výpočet obratu aktiv použít tržby, jedná se o součet tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a za prodané zboží.

Tab. 10. Obrat aktiv. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	2,48	3,17	2,49	1,95	1,27
Firma A	2,63	2,13	1,94	2,07	-
Firma B	3,47	3,12	2,86	2,89	-

U **obratu celkových aktiv** platí, že z 1 Kč majetku by měla být dosažena alespoň 1 Kč tržeb. Ve všech letech firma XY efektivně využívala majetek, protože vždy byl ukazatel vyšší než 1. Nejvyšší obrat aktiv byl v roce 2006, od tohoto roku se hodnota ukazatele neustále snižuje. Konkurenční firma A využívala v roce 2005 a 2008 majetek efektivněji než firma XY. Mezi výsledky firmy XY a firmy A nebyl ale nijak výrazný rozdíl. Firma B byla ve všech letech s výjimkou roku 2006 lepší než zbylé dvě společnosti.

Tab. 11. Doba obratu zásob. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	31,89	26,36	19,06	23,38	18,73
Firma A	36,51	53,22	66,45	35,30	-
Firma B	9,13	12,21	17,27	7,31	-

Dalším ukazatelem je **doba obratu zásob**, která vyjadřuje, jak rychle podnik přemění své peněžních prostředky přes výrobní a zboží formu zpět na peněžní prostředky. Tento ukazatel se u firmy XY do roku 2007 snižoval, kdy doba obratu zásob činila 19 dní. V roce 2008 vzrostla o 4 dny a v posledním roce se doba obratu zásob opět vrátila na necelých 19 dní. Společnost A vykazuje delší dobu obratu zásob a je v této oblasti horší než firma XY. Naopak firma B dosahuje mnohem lepších výsledků ve srovnání s dalšími dvěma firmami. V roce 2007 se hodnoty ukazatele firmy XY a firmy B lišily pouze o 2 dny, v roce následujícím ale už o 15 dnů.

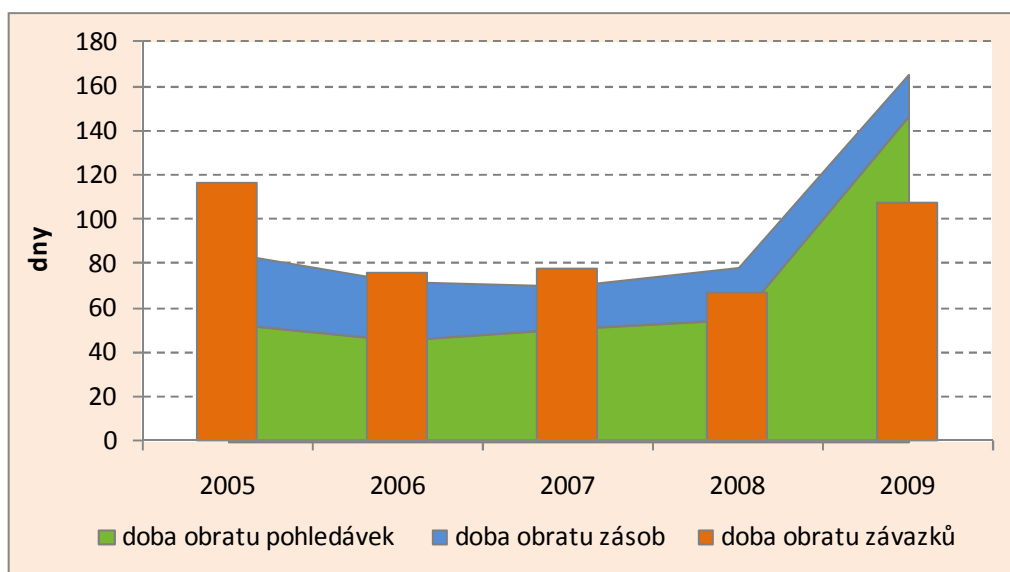
Tab. 12. Doba obratu pohledávek a závazků. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Doba obratu pohledávek					
Firma XY	53,29	45,74	50,97	55,15	146,83
Firma A	34,76	39,93	38,96	38,60	-
Firma B	53,97	42,68	45,99	33,33	-
Doba obratu závazků					
Firma XY	116,49	75,71	77,67	66,88	107,15
Firma A	77,40	99,66	115,60	72,81	-
Firma B	55,81	55,63	52,72	40,07	-

Dobu obratu pohledávek a závazků nejlépe vyhodnotíme při jejich srovnání. V letech 2005 – 2008 převyšuje u všech firem doba obratu závazků dobu obratu pohledávek, což znamená, že pohledávky jsou financovány z dodavatelského úvěru. Co se týká doby obratu pohledávek má firma XY tuto dobu delší, než konkurence (s výjimkou roku 2005). V roce 2009 se situace u firmy XY změnila. Došlo k výraznému nárůstu doby obratu pohledávek, z předchozích 55 dnů na 146 dnů. Doba obratu závazků se od roku 2005 snižovala až na dobu 67 dnů v roce 2008. V posledním roce opět došlo k velké změně, doba obratu závazků se zvýšila na 107 dnů. Firma A má nejdelší dobu obratu závazků v roce 2007 (116 dnů), poté došlo ke snížení na 73 dnů. U firmy B se doba obratu závazků za sledované období snižovala, v roce 2008 dosahovala pouze 40 dnů.

Pro podnik je výhodné, když doba obratu závazků je větší než součet doby obratu zásob a pohledávek. Znamená to, že dodavatelský úvěr financuje pohledávky i zásoby. Tuto situaci u firmy XY vystihuje následující graf.

Prodloužení doby úhrad pohledávek a naopak zkrácení doby úhrad závazků způsobilo změnu ve financování společnosti. Rok 2008 je prvním rokem, kdy součet doby obratu pohledávek a zásob převyšuje dobu obratu závazků. V roce 2009 doba obratu závazků nepokryla ani dobu obratu pohledávek. Tento stav není pro firmu příliš příznivý a při srovnání s předchozími lety, firma XY vykazuje v posledním roce nejhorší výsledky.



Obr. 9. Vývoj ukazatelů obratovosti. Zdroj [vlastní]

Firma A je na tom podobně jako firma XY, v roce 2008 poprvé doba obratu závazků pokryla pouze dobu obratu pohledávek a část doby obratu zásob. U firmy B ve všech letech doba obratu závazků pokryje jen pohledávky a část doby obratu zásob, tedy stejná situace jako u firmy XY v roce 2008.

6.2.3 Ukazatele zadluženosti

Pomocí ukazatelů zadluženosti zjistíme, jaké riziko firma podstupuje při určité struktuře kapitálu. Za sledované období se celková zadluženost firmy XY snížila z 96 % na 63 %. V roce 2008 dosáhla hodnoty ještě o 3 % nižší, zadluženost byla 60 %. Důvodem snižování zadluženosti byl nárůst vlastního kapitálu vlivem zisků v běžném období a nerozdělených zisků minulých let. Trend snižování zadluženosti je i u konkurenčních firem, jejich zadluženost je ale ve všech letech nižší než u firmy XY.

Míra zadluženosti vyjadřuje podíl cizího kapitálu a vlastního kapitálu. U všech firem došlo za 4 roky ke snížení tohoto ukazatele a stejně jako u celkové zadluženosti docházíme k závěru, že nejvíce využívá cizí zdroje firma XY a naopak nejméně firma B.

Tab. 13. Vývoj celkové zadluženosti a míry zadluženosti. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost					
Firma XY	96 %	83 %	65 %	60 %	63 %
Firma A	61 %	61 %	65 %	47 %	-
Firma B	54 %	48 %	42 %	32 %	-
Míra zadluženosti					
Firma XY	22,24	5,00	1,90	1,50	1,67
Firma A	1,56	1,57	1,88	0,90	-
Firma B	1,17	0,94	0,73	0,48	-

Dalším ukazatelem je úrokové krytí, u něhož je doporučována nejnižší hodnota 5. Přestože má tento ukazatel u firmy XY klesající tendenci, byla ve všech letech několikanásobně přesáhnutá stanovená minimální hodnota. Konkurenční firmy také neměly problémy s úrokovým krytím. Protože firma A a firma B využívají bankovní úvěry minimálně nebo vůbec, dochází k tomu, že neplatí žádné nákladové úroky, a proto v některých letech není možné tento ukazatel vypočítat. Žádná z firem ale neměla problémy s vytvářením zisků pro splácení úroků z případných půjček.

Tab. 14. Úrokové krytí. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	159,39	641,84	168,51	52,65	24,02
Firma A	16,92	25,12	x	x	-
Firma B	x	x	15 655,50	x	-

Za analyzované období s výjimkou roku 2006 a 2009 firma XY nesplnila zlaté pravidlo financování, dlouhodobý majetek nekryla dlouhodobými zdroji. Kladně můžeme hodnotit skutečnost, že v posledním roce zlaté pravidlo financování už splnila. Konkurenční firmy toto pravidlo splnily a firma B dokonce několikrát převýšila, důvodem jsou velmi nízké hodnoty dlouhodobého majetku. Stejná situace je i u krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem. Nejméně je na financování dlouhodobého kapitálu využíván vlastní kapitál u firmy XY a opět nejvíce u firmy B. Firma A vykazuje u obou ukazatelů stabilní výsledky.

Tab. 15. Ukazatele financování dlouhodobého majetku. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Krytí DM vlastním kapitálem					
Firma XY	0,18	0,59	0,80	0,75	1,80
Firma A	0,97	1,03	1,19	1,10	-
Firma B	12,42	10,41	9,85	6,12	-
Krytí DM dlouhodobými zdroji					
Firma XY	0,84	1,12	0,99	0,91	1,22
Firma A	1,03	1,08	1,29	1,21	-
Firma B	12,42	10,41	9,85	6,12	-

Výsledky ukazatele krytí DM dlouhodobými zdroji za období 2005 – 2008 ukazují všechny tři strategie financování oběžného majetku. Firma A využívá neutrální strategii, firma B konzervativní strategii a firma XY strategii agresivní. V roce 2009 ale firma XY přechází na strategii neutrální.

Se zadlužeností souvisí i využití leasingu, je do další možná forma financování. Protože leasing není zahrnutý v rozvaze, neovlivňuje tedy zadluženost, přestože má formu závazku. Využití leasingu u firmy XY zobrazuje následující tabulka.

Tab. 16. Využití leasingu ve firmě XY. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Podíl splátek do 1 roku na krátkodobých závazcích	3,0 %	5,4 %	3,5 %	3,8 %	1,8 %
Podíl splátek po 1 roce na dlouhodobých závazcích	23,1 %	24,5 %	85,6 %	76,1 %	67,2 %
Podíl budoucích splátek na celkových závazcích	6,9 %	9,5 %	6,0 %	8,2 %	4,4 %

V tabulce jsou ke krátkodobým závazkům připočítány krátkodobé splátky leasingu (splatné do 1 roku) a pak vyjádřen jejich podíl na celkových krátkodobých závazcích s připočítaným leasingem. Stejně je tomu i u dlouhodobých závazků. Na krátkodobých závazcích se leasing podílí maximálně 5,4 %, naopak na dlouhodobých závazcích v roce 2007 až 85,6 %. Protože firma využívá z cizích zdrojů k financování především krátkodobé závazky má leasing poměrně nevýznamný vliv na výsledky finanční analýzy a především na analýzu zadluženosti. Celkově se splátky z leasingu na závazcích podílí do 9,5 %. Protože využití leasingu u konkurenčních firem je mnohem menší a nemám k dispozici všechny údaje, nezohledňovala jsem leasing v žádných ukazatelích. V případě firmy XY jsou změny výsledků při zahrnutí leasingu do výpočtu minimální.

6.2.4 Ukazatelé rentability

Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Z důvodu měnící se sazby daně a různé struktury financování je při sledování rentability podniků využíván výsledek hospodaření ve formě EBIT, s výjimkou ukazatele ROE.

Tab. 17. Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita aktiv = ROA					
Firma XY	24,6 %	21,2 %	34,1 %	23,4 %	10,62 %
Firma A	4,1 %	2,6 %	4,4 %	4,1 %	-
Firma B	16,8 %	31,2 %	30,3 %	23,9 %	-
Rentabilita VK = ROE					
Firma XY	437,4 %	98,6 %	74,9 %	40,3 %	20,78 %
Firma A	7,4 %	4,5 %	10,1 %	6,2 %	-
Firma B	24,9 %	46,0 %	40,1 %	27,9 %	-

Rentabilita celkových aktiv dosahuje u společnosti XY téměř ve všech letech vyšších hodnot než konkurenční firmy. Nejvíce byly aktiva výnosná v roce 2007, ROA byla 34%. V posledním roce se ale ROA snížila a dosáhla nejnižší hodnoty za analyzované období (10,62 %). Firma A vykazuje rentabilitu aktiv pouze kolem 4 %, v roce 2006 dokonce 2,6 %. Důvodem je především nízký EBIT a vyšší aktiva ve srovnání s firmou XY a firmou B. Naopak firma B dosahuje podobné výnosnosti aktiv jako firma XY, v roce 2006 dokonce o 10 % vyšší. V roce 2008 jsou rentabilita firmy XY a firmy B velmi vyrovnané.

V oblasti **rentability vlastního kapitálu** převyšuje společnost XY konkurenci. Nejúspěšnější obdobím byl rok 2005, kdy vlivem vysokého čistého zisku a velmi nízkého vlastního kapitálu dosáhla ROE více jak 437 %. Přestože se od roku 2005 ROE neustále snižuje, je výnosnost vlastní kapitálu vyšší než u konkurence. Důvodem snižování ROE je především rostoucí hodnota vlastního kapitálu, který se zvyšuje vlivem nerozdělených výsledku hospodaření minulých let. Od roku 2007 dosahuje firma také každoročně nižší hodnoty čistého zisku, což je také důvodem nižší ROE. Konkurenční firmy dosahují rozdílných výsledků. Firma A má výnosnost vlastního kapitálu poměrně nízkou, naopak firma B dosahuje uspokojivých výsledků.

Tab. 18. Rentabilita tržeb a úplatného kapitálu. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Rentabilita tržeb = ROS					
Firma XY	9,9 %	6,7 %	13,7 %	12,0 %	8,3 %
Firma A	1,5 %	1,2 %	2,3 %	2,0 %	-
Firma B	4,8 %	10,0 %	10,6 %	8,3 %	-
Rent. úplatného kapitálu					
Firma XY	572,9 %	127,4 %	78,4 %	43,4 %	19,8 %
Firma A	10,0 %	6,6 %	12,8 %	7,8 %	-
Firma B	36,4 %	60,8 %	53,1 %	35,7 %	-

V analyzovaném období je firma XY trvale zisková a s výjimkou roku 2006 dosahuje vyšší **rentability tržeb** než konkurenční firmy. O efektivním využívání úročeného kapitálu vypovídá poslední ukazatel, **rentabilita úplatného kapitálu**. U společnosti XY dosáhl tento ukazatel v roce 2005 velmi vysokých hodnot více jak 500 %. Důvodem byl velmi nízký vlastní kapitál (4 % pasiv), který je součástí úplatného kapitálu. Tento nízký podíl na celkových pasivech způsobily ztráty minulých let. Můžeme konstatovat, že firma efektivně využívá úročený kapitál, protože rentabilita úplatného kapitálu je ve všech letech vyšší než

úroková míra z úvěrů. Ve stejné situaci je i firma B, naopak firma A nevyužívá úročený kapitál tak efektivně jako její konkurenti. Firma A je akciovou společností, má tedy vyšší základní kapitál a tedy i vlastní kapitál, a není schopna tvořit tak vysoký EBIT jako její konkurenti.

Při souhrnném zhodnocení všech ukazatelů rentability, docházíme k závěru, že firma XY ve všech sledovaných ukazatelích vykazuje lepší hodnoty než firma A a B. V závěru kapitoly, která se věnuje rentabilitě, se ještě zaměřím na ukazatel ROE a jeho rozklad.

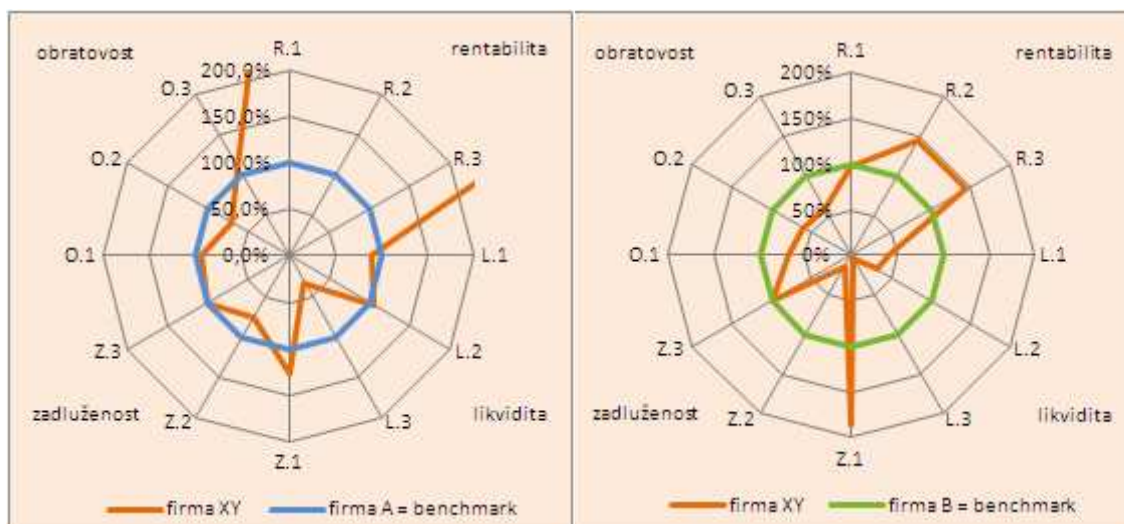
Tab. 19. Rozklad ukazatel ROE u firmy XY. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT/Tržby	0,10	0,07	0,14	0,12	0,08
Tržby / Aktiva	2,48	3,17	2,49	1,95	1,27
EBT/EBIT	0,99	1,00	0,99	0,98	0,96
Aktiva/VK	23,27	6,00	2,90	2,50	2,68
ČZ/EBT	0,77	0,77	0,76	0,70	0,76
ROE	437,4%	98,6%	74,9%	40,3%	20,8 %

Na rentabilitu vlastního kapitálu působí celá řada činitelů, jejichž vliv zjistíme po rozložení ukazatele. Největší vliv na ROE u firmy XY v roce 2005 měla finanční páka, jejichž vliv se v dalších letech značně snížil. Přes toto snížení má finanční páka na ROE stále největší vliv. Dále je ukazatel pozitivně ovlivňován obratem aktiv, který se ve sledovaných letech pohybuje v rozmezí do hodnoty 3. V posledních dvou letech se ale snižoval a v roce 2009 byl hlavní příčinou nižší ROE. U konkurenčních firem měl ukazatel obratu aktiv na ROE největší vliv. Rozklad ROE u firmy A a B je uveden v příloze.

6.2.5 Spider analýza

Spider analýza umožňuje rychlé a přehledné vyhodnocení čtyř základních skupin poměrových ukazatelů. Grafy vyjadřují výši ukazatelů firmy XY a konkurenčních firem jako benchmarku, který vyjadřuje 100 %. Benchmark slouží jako základ pro výpočet polohy ukazatelů firmy XY. Hodnotu v % pro firmu XY určíme podílem jejich hodnot a hodnot konkurenčních firem.



Obr. 10. Porovnání finančních ukazatelů firmy XY s konkurenčními firmami jako s benchmarkem za rok 2008. Zdroj [vlastní]

Pro vysvětlení použitých zkratk v grafu uvádím následující tabulku.

Tab. 20. Vysvětlení zkratk k obr. 10. Zdroj [vlastní]

R.1	Rentabilita aktiv	Z.1	Celková zadluženost
R.2	Rentabilita vlastního kapitálu	Z.2	Krytí DM dlouhodobými zdroji
R.3	Rentabilita tržeb	Z.3	Úrokové krytí
L.1	Běžná likvidita	O.1	Obrat aktiv
L.2	Pohotová likvidita	O.2	Obrat pohledávek
L.3	Okamžitá likvidita	O.3	Obrat závazků

Firma XY je v oblasti rentability výrazně lepší než firma A. V dalších třech skupinách ukazatelů dosahuje firma XY horších nebo téměř stejných výsledků jako firma A, která je v pozici benchmarku. Firma XY má horší okamžitou likviditu, vyšší celkovou zadluženost, méně dlouhodobého majetku kryje dlouhodobými zdroji a má nižší obrat pohledávek.

Při srovnání firmy XY s firmou B, která je v pozici benchmarku, dosahuje firma XY lepších výsledků jen v rentabilitě vlastního kapitálu a tržeb. Rentabilitu aktiv mají obě společnosti téměř stejnou. Firma XY má výrazně horší likviditu, vyšší celkovou zadluženost a také méně dlouhodobého majetku kryje dlouhodobými zdroji. V ukazatelích obratovosti dosahuje firma XY také nižších hodnot, i když u ukazatele obratu závazků to může být pro firmu XY i výhodou.

V obou spider analýzách je zahrnutý i ukazatel úrokového krytí. Protože firma A i B nemá v roce 2008 nákladové úroky, dosahuje ukazatel úrokové krytí nulové hodnoty. Proto jsem nesrovnávala výsledky úrokového krytí firmy XY a benchmarků.

6.2.6 Další ukazatele

Výkonnost podniku můžeme sledovat i pomocí dalších ukazatelů. Vzhledem k rozsáhlosti ukazatelů uvedu jen slovní komentář, tabulka s údaji se nachází v příloze.

První skupina ukazatelů určuje přidanou hodnotu, tržby a osobní náklady na jednoho zaměstnance. Největší přidanou hodnotu na jednoho zaměstnance vykazuje firma B, i když v průběhu sledovaného období se výsledné hodnoty snižovaly (rok 2008 = 981 tis. Kč). Naopak firma XY má rostoucí tendenci tohoto ukazatele a vykazuje téměř dvojnásobně vyšší hodnoty než firma A. V roce 2009 u firmy XY dosáhla přidaná hodnota na jednoho zaměstnance 819 tis. Kč. I v tržbách na jednoho zaměstnance má firma B nejlepší hodnoty, firma XY dosahuje hodnot více jak dvojnásobně nižších a zároveň dosahuje horších výsledků než firma A. Nejvyšší tržby na jednoho zaměstnance byly u firmy XY dosaženy v roce 2007, činily 2 763 tis. Kč. V dalších dvou letech došlo ke snížení tohoto ukazatele a v roce 2009 dosahoval 2 508 tis. Kč. Co se týká osobních nákladů na zaměstnance, vykazuje firma XY nejvyšší náklady. V roce 2008 činily 415 tis. Kč a v roce 2009 se snížily na 390 tis. Kč.

Další ukazatele sledují podíl jednotlivých položek na výnosech. Podíl výkonové spotřeby na výnosech je u firmy XY ve srovnání s konkurencí ve všech letech nejnižší. Od roku 2006 dochází ke snižování tohoto podílu, v roce 2009 je podíl výkonové spotřeby na výnosech 65 %. Sledován je také podíl osobních nákladů na výnosech. U tohoto ukazatele můžeme kladně hodnotit jeho stabilní výsledky (14 – 15 %), ale ve srovnání s konkurencí je vyšší o více jak 4 %. Kladně můžeme hodnotit také skutečnost, že firma XY má nejvyšší podíl přidané hodnoty na výnosech, který se od roku 2006 zvyšuje, a v roce 2009 dosáhl 31,6 %. Konkurence se pohybuje do 15 %.

Poslední souhrnné ukazatele se věnují struktuře přidané hodnoty. Nejlépe v této oblasti dopadla firma B, která má nejnižší podíl osobních nákladů na přidané hodnotě a naopak nejvyšší podíl výsledku hospodaření před zdaněním. Firma XY se řadí na druhé místo, dosahuje lepších výsledků než firma A. Podíl osobních nákladů na přidané hodnotě ve sledovaném období klesal, v roce 2009 činil 48 %. Od roku 2007 klesá také podíl VH před

zdaněním na přidané hodnotě, z 49 % klesl na 24 % v roce 2009. V posledních letech se také zvýšil podíl odpisů na přidané hodnotě.

6.3 Souhrnné ukazatele

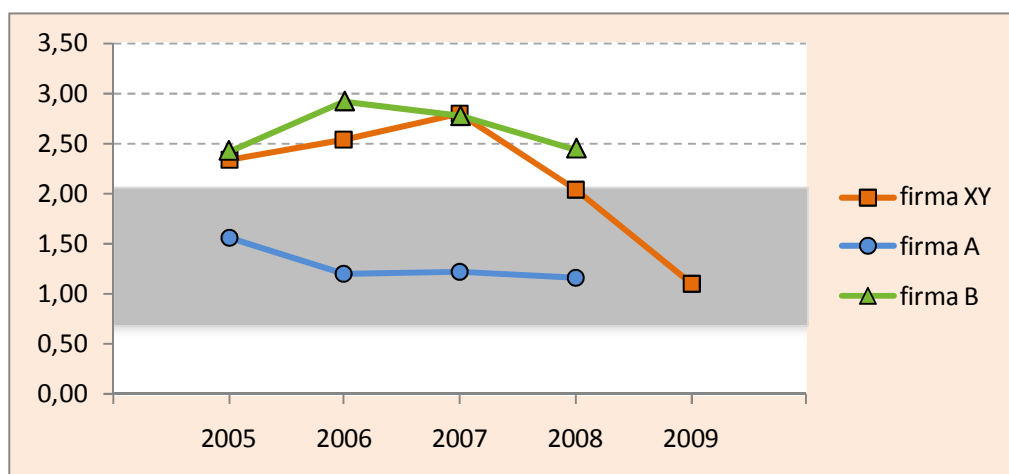
Ze souhrnných ukazatelů jsem pro vyhodnocení výkonnosti vybrala index IN99, Altmanův model a ekonomickou přidanou hodnotu vycházející z účetních dat.

Index IN99 bonitního charakteru manželů Neumaierových jsem vybrala z toho důvodu, že při výpočtu indexu IN95 a IN01 jsou používány nákladové úroky. Firma A a B mají v některých letech nákladové úroky nulové, a proto by mohlo dojít ke zkreslení výsledných hodnot. IN99 hodnotí výkonnost podniku z hlediska vlastníka.

Tab. 21. Vývoj indexu IN99 u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	2,338	2,541	2,789	2,045	1,095
Firma A	1,557	1,191	1,216	1,159	-
Firma B	2,424	2,915	2,769	2,446	-

Firma B ve všech sledovaných letech a firma XY v letech 2005 – 2007 dosáhly hodnoty indexu IN99 vyšší než 2,07, tzn., že mají kladnou hodnotu ekonomického zisku. Firma XY se v roce 2008 velmi těsně dostala do šedé zóny (0,684 – 2,07 je rozmezí šedé zóny) a v roce 2009 se do ní už zcela propadla. Nejhorší výsledky má firma A, která se ve všech letech nachází v šedé zóně, tzn., že její situace není jednoznačná a signalizuje to určité problémy.



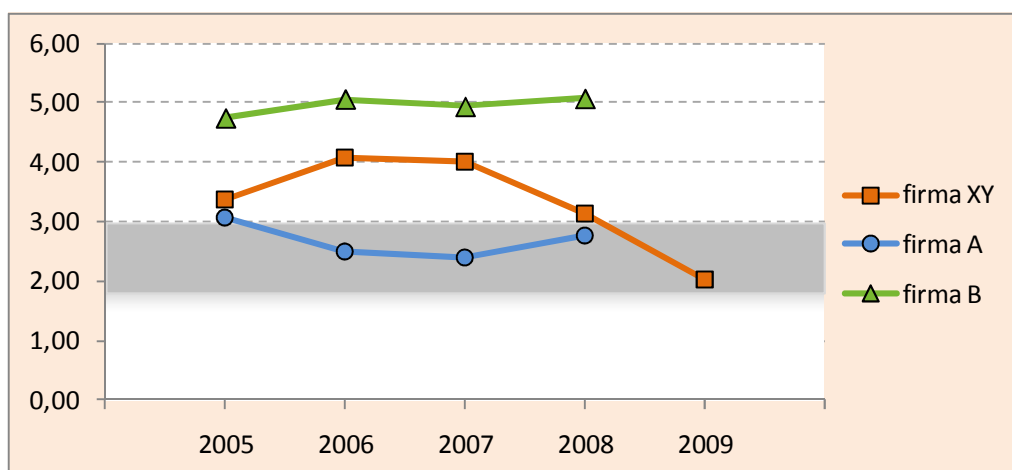
Obr. 11. Vývoj indexu IN99 u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]

Z bankrotních modelů se nejvíce využívá Altmanův model neboli Z-skóre.

Tab. 22. Vývoj Altmanova modelu u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	3,380	4,080	4,001	3,121	2,028
Firma A	3,053	2,510	2,385	2,758	-
Firma B	4,739	5,060	4,933	5,069	-

I u tohoto ukazatele je na tom nejlépe firma B, která má vždy hodnoty vysoko nad hranicí šedé zóny 2,99, vypovídá to o její dobré finanční situaci. Firma XY se hranici šedé zóny přiblížila v letech 2005 a 2008. Stejně jako u ukazatele IN99 i tady se v roce 2009 propadla do šedé zóny. Určité finanční problémy má pravděpodobně firma A, která se v roce 2005 pohybovala těsně nad hranicí šedé zóny a v dalších letech do ní zcela propadla. Žádná z firem se ale nedostala pod hranici šedé zóny, což by znamenalo, že firma má velmi silné finanční problémy.



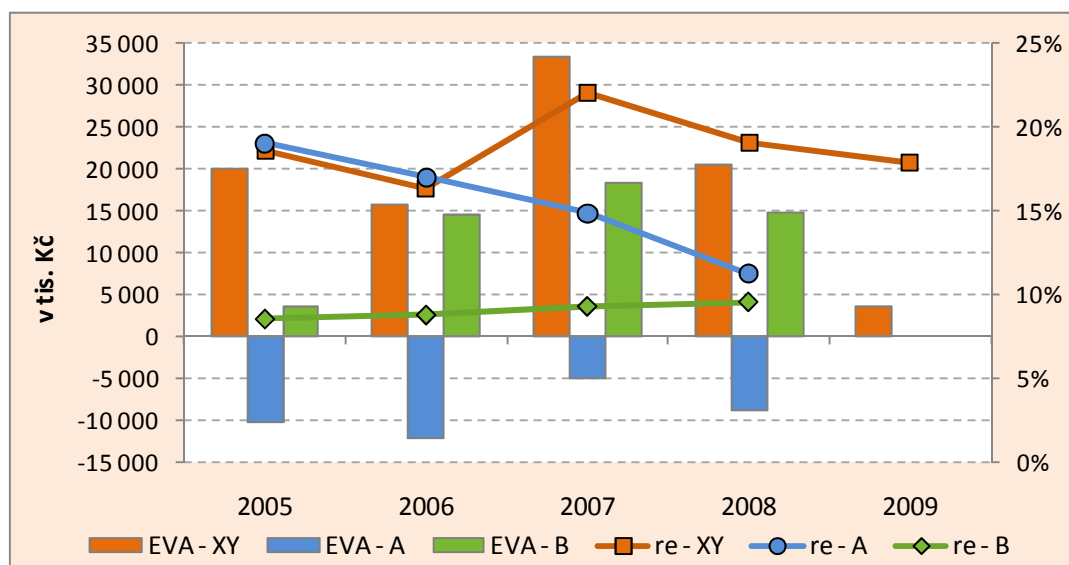
Obr. 12. Vývoj Altmanova modelu u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]

Mezi souhrnné ukazatele můžeme zařadit také ekonomickou přidanou hodnotu (EVA), která vyjadřuje rozdíl mezi provozním ziskem před zdaněním a náklady na kapitál. Při výpočtu se vychází z účetních hodnot. Údaje v tabulce ukazují výsledné hodnoty EVA u jednotlivých firem.

Tab. 23. Výpočet EVA vycházející z účetních hodnot. Zdroj [vlastní]

	v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Firma XY	r_e	18,53%	16,30%	22,02%	19,03%	17,87 %
	ROE	437,37%	98,61%	74,90%	40,27%	20,78 %
	VK	4 785	19 138	63 109	96 533	117 672
	EVA	20 041	15 753	33 376	20 504	3 423
Firma A	r_e	18,99%	16,97%	14,81%	11,22%	
	ROE	7,42%	4,51%	10,11%	6,16%	
	VK	89 400	97 901	105 158	176 375	
	EVA	-10 339	-12 202	-4 945	-8 926	
Firma B	r_e	8,53%	8,77%	9,28%	9,55%	
	ROE	24,95%	46,02%	40,09%	27,92%	
	VK	22 068	38 701	59 006	80 584	
	EVA	3 623	14 416	18 182	14 806	

Ve všech letech firma XY a firma B přispěly svými aktivitami ke zvýšení hodnoty pro své vlastníky. Celkově nejvíce k růstu hodnoty pro své vlastníky přispívala firma XY v roce 2007, ale i v ostatních letech dosahovala EVA vyšší hodnoty než konkurence. Naopak firma A ve všech letech dosahovala záporné hodnoty EVA, tzn., že svojí činností snižovala hodnotu vložených prostředků pro své vlastníky. Vývoj EVA a nákladů na vlastní kapitál zobrazuje následující graf.



Obr. 13. Vývoj EVA a nákladů na vlastní kapitál. Zdroj [vlastní]

I přes nejvyšší náklady na vlastní kapitál dosahuje firma XY největší hodnoty EVA. Hlavním důvodem je vysoká výnosnost vlastního kapitálu. Firma A měla klesající trend nákladů na vlastní kapitál, přesto hodnota ukazatele EVA byla ve všech letech stále záporná. Zápornou hodnotu EVA zapříčinila nízká rentabilita vlastního kapitálu ve srovnání s náklady na vlastní kapitál. Nejnižší náklady na kapitál měla firma B, i když v průběhu období mírně rostly, a také její hodnoty EVA byly kladné.

V posledním roce došlo u firmy XY k mírnému snížení nákladů na vlastní kapitál, ale k velkému poklesu ROE, což zapříčinilo nejnižší hodnotu EVA (3 423 tis. Kč).

6.4 Shrnutí výsledků z hodnocení výkonnosti tradičními ukazateli

Pro vyhodnocení výkonnosti firmy XY tradičními ukazateli jsem využila nástroje finanční analýzy, kterou jsem v této kapitole zpracovala. Výsledné hodnoty jednotlivých ukazatelů jsem srovnávala s dvěma konkurenčními firmami. Za období 2005 – 2008 jsem mohla porovnat dosažené hodnoty všech analyzovaných firem a zjistit postavení firmy XY ve srovnání s konkurencí. Za rok 2009 jsem provedla finanční analýzu pouze u firmy XY.

Nejdříve jsem se věnovala absolutním ukazatelům, tedy majetkové a finanční struktuře. Za sledované období narůstá v majetku firmy XY podíl dlouhodobého majetku, především vlivem velkých investic v posledních letech. V roce 2009 se ale podíl dlouhodobého majetku snížil z 54 % na 35 %. Naopak došlo ke zvýšení krátkodobých pohledávek z 30 % na 52 %. Ve všech letech byla firma XY zisková, převážná část zisků nebyla rozdělena a tím docházelo ke zvyšování vlastního kapitálu a jeho podílu na pasivech. V roce 2009 tvořil vlastní kapitál 37 % pasiv. Za analyzované období byly ve všech letech hlavním zdrojem financování krátkodobé závazky.

Firma XY je výrobní společností, proto v nákladech převažuje výkonová spotřeba a ve výnosech tržby za vlastní výrobky a služby. Náklady na prodané zboží nebo tržby z prodeje zboží jsou jen minimální nebo žádné. Co se týká výsledků hospodaření, dosahovala firma XY při srovnání s konkurencí ve všech sledovaných letech nejvyššího zisku, naopak vykazovala nejnižší čistý pracovní kapitál. V posledních dvou letech se firma potýkala s poměrně vysokými ztrátami ve finanční oblasti, které vznikaly z kurzových ztrát a snižovaly celkový zisk společnosti. V roce 2008 ale ztrátu z finanční oblasti způsobila především tvorba rezervy na budoucí kurzové ztráty.

V další části jsem se věnovala poměrovým ukazatelům. Slabou stránkou firmy XY je likvidita, za celé období nedosáhla doporučených hodnot a ze sledovaných firem na tom byla nejhůře. Přestože firma XY vykazovala poměrně dobré hodnoty v oblasti aktivity, dosahovala jedna z konkurenčních firem vždy lepší výsledků. I přes snižující se podíl cizích zdrojů, patří firma XY stále k nejvíce zadlužené společnosti a také jako jediná nesplnila v některých letech zlaté pravidlo financování. Silnou stránkou firmy je rentabilita, je to jediná oblast, ve které dosahuje lepších výsledků než obě konkurenční společnosti.

Pro celkové vyhodnocení poměrových ukazatelů jsem použila spider analýzu. Porovnávala jsem vždy firmu XY s jednou konkurenční firmou jako benchmarkem.

V závěru finanční analýzy jsem se věnovala ještě souhrnným ukazatelům. Vybrala jsem si index IN99 a Altmanův model. V obou ukazatelích dosahovala firma XY poměrně dobrých výsledků. Nejméně úspěšný byl rok 2009, kdy se společnost ocitla v šedé zóně jak u IN99 tak i u Altmanova modelu. Jedna z konkurenčních firem dosahovala lepších výsledků než firma XY a u obou ukazatelů dosáhla vyšších hodnot. Posledním sledovaným ukazatelem byla ekonomická přidaná hodnota vycházející z účetních údajů. Firma XY měla sice nejvyšší náklady na vlastní kapitál, ale také nejvyšší rentabilitu vlastního kapitálu a tím dokázala vytvořit nejvyšší hodnoty ukazatele EVA.

Při celkovém srovnání všech ukazatelů můžeme firmu XY zařadit na druhé místo. S výjimkou rentability dosahovala konkurenční firma B lepších výsledků.

7 MODERNÍ MĚŘÍTKA

V této kapitole se budu věnovat hodnocení výkonnosti firmy XY moderními měřítky za období 2005 – 2009, jedná se o stejné období jako u ukazatelů tradičních. Protože firma XY je společností s ručením omezeným, není tedy veřejně obchodovanou společností, nelze některé moderní ukazatele výkonnosti u této společnosti použít.

Na základě domluvy s vedením firmy XY jsem provedla hodnocení výkonnosti podniku následujícími ukazateli:

- Ekonomická přidaná hodnota – EVA,
- Výnosnost čistých aktiv – RONA,
- Rentabilita investic založená na peněžních tocích – CFROI,
- Peněžní přidaná hodnota – CVA,
- Cash flow výnosnost hrubých aktiv – CROGA.

Většina ukazatelů pracuje s náklady na kapitál nebo výsledné hodnoty s náklady na kapitál porovnává. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál jsem zahrnula do kapitoly zabývající se ekonomickou přidanou hodnotou.

Postupy výpočtu a výsledné hodnoty vybraných moderních ukazatelů pro měření výkonnosti jsou uvedeny v následujících kapitolách.

7.1 Ekonomická přidaná hodnota – EVA

V předchozí části práce jsem se věnovala ekonomické přidané hodnotě, která vycházela z účetních dat. Mezi moderní měřítka hodnocení výkonnosti patří EVA založená na datech ekonomických.

Pro výpočet je použitý vztah: $EVA = NOPAT - WACC \times C$. Hodnoty NOA a NOPAT můžeme brát buď z běžného období, v tomto případě se jedná o konečné stavy, nebo vycházíme z počátečního stavu NOA a konečného stavu NOPAT. Doporučován je spíše druhý přístup, který budu ve své práci používat. Počátečním stavem NOA bude konečný stav NOA předcházející roku. Z tohoto důvodu budu při výpočtu NOA upravovat i hodnoty z roku 2004, přestože ukazatel EVA budu zjišťovat za období 2005 – 2009. K získání jednotlivých položek výpočtu je potřeba údaje získané z účetnictví upravit. V teoretické části práce jsem základní úpravy uvedla a v následujících kapitolách některé z nich prakticky použiji.

7.1.1 Vymezení čistých operativních aktiv – NOA

Pro výpočet NOA musíme z aktiv vyčlenit neoperativní aktiva, dále aktivovat položky, které nejsou vykazovány v aktivech a hodnotu upravených aktiv snížit o neúročený cizí kapitál.

7.1.1.1 Vyčlenění neoperativních aktiv

- Krátkodobý finanční majetek

V případě firmy XY nebude žádný krátkodobý finanční majetek vyloučen. Firma nevlastní žádné krátkodobé cenné papíry a podíly, které by mohly být z aktiv vyčleněny. Vyloučeny mohou být i přebytečné peněžní prostředky, které dosahují vyšší částky než je nutné pro provoz. Vedení firmy nemá stanovenou provozně nezbytnou částku peněžních prostředků ani optimální výši okamžité likvidity. Skutečnost, že firma drží minimum finančních prostředků, potvrzují i výsledky finanční analýzy.

- Dlouhodobý finanční majetek

Během sledovaného období nevlastnila firma žádný dlouhodobý finanční majetek.

- Nedokončené investice

Jedná se o majetek, který je většinou provozně nepotřebný, protože se nepodílí na tvorbě výsledků hospodaření, a proto se z NOA vylučuje. Analyzovaná společnost měla ve sledovaném období nedokončený dlouhodobý hmotný i nehmotný majetek. Hodnoty nedokončených investic budou od aktiv odečteny.

- Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti

Firma uvedla dvě aktiva, která považuje za nadbytečná. Jedná se o pozemek, který firma vlastní, ale ke své činnosti ho nevyužívá a ani ho nepronajímá. Dále management firmy uvedl odhad zásob, které považuje za nadbytečné.

Neoperativní aktiva, která budou vyloučena, jsou uvedena v následující tabulce. Nejvíce neoperativních aktiv bude vyčleněno v roce 2006, kdy firma vykazovala nejvyšší hodnotu nedokončeného DHM.

Tab. 24. Přehled neoperativních aktiv. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KFM a DFM	-	-	-	-	-	-
Nedokončené investice						
Nedokončený DNM	-	-	-	38	-	1 873
Nedokončený DHM	130	158	10 025	6 783	39	639
Jiná neoperat. aktiva						
Pozemek	850	850	850	850	850	850
Nadbytečné zásoby	2 000	2 000	2 000	2 000	2 400	2 700
Celkem	2 980	3 008	12 875	9 671	3 289	6 062

7.1.1.2 Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány

- Leasing

Firma XY pořizuje formou leasingu dopravní prostředky, vysokozdvizné vozíky a další stroje potřebné pro výrobu. Pro zjištění hodnoty leasingu, která má být aktivována, použiji metodu vykazování leasingu v současné hodnotě leasingových splátek. V každém roce jsem vypočítala hodnotu budoucích splátek a pomocí diskontní míry jsem tyto splátky převedla na současnou hodnotu. Diskontní míru jsem stanovila alternativním způsobem, který byl založený na tržních datech. Výpočet je uveden v tabulce 44. Protože diskontní míru lze stanovit pouze do roku 2009, byla pro další období odhadnuta ve výši 5%. Zjištěná současná hodnota leasingových splátek v jednotlivých letech je pak aktivována do aktiv (dlouhodobého majetku) a do pasiv (závazků).

Tab. 25. Současné hodnoty leasingových splátek. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Diskontní míra	5,30 %	4,03 %	4,27 %	4,78 %	5,05 %	5,42 %
Aktivace leasingu	3 696	7 890	9 039	5 856	7 113	5 056

- Oceňovací rozdíly

Firma XY v letech 2007 a 2008 uskutečnila nemalé investice, pořídila nové výrobní haly za více jak 80 mil. Kč, stroje za 19 mil. Kč a další majetek přibližně za 8 mil. Kč. Z důvodu, že většina dlouhodobého majetku byla pořízena v nedávné době, předpokládám, že rozdíl mezi účetní a tržní hodnotou bude minimální, a proto nebudu při úpravě NOA pracovat s oceňovacími rozdíly z dlouhodobého majetku. Vzhledem k velmi krátké době

obratu zásob (maximálně 32 dnů v roce 2005) nebudou pracovat ani s oceňovacími rozdíly u zásob. K některým pohledávkám byly tvořeny opravné položky podle daňových předpisů, jejich výše byla ale minimální, a proto nebudou oceňovací rozdíly při výpočtu zohledněny.

- Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

Firma ve sledovaném období nevynaložila žádné náklady na výzkum a vývoj. Byly ale vynaloženy náklady na marketing, školení pracovníků a na informační systémy. Všechny uvedené náklady budou na základě domluvy s vedením firmy aktivovány. Firma si stanovila dobu 3 roky, po kterou u všech zmíněných nákladů předpokládá přínos.

Následující tři tabulky obsahují údaje o skutečných nákladech v jednotlivých letech a postup pro určení hodnoty, která bude aktivována. Aktivované náklady budou přičteny k DNM a ve stejné výši budou zahrnuty do pasiv do ekvivalentů vlastního kapitálu. V tabulkách jsou uvedeny i úpravy, které se týkají NOPAT. Z výsledku hospodaření se musí vyjmout náklad v jeho původní výši a místo něho zahrnout do nákladů odpisy, které vychází z výše nákladu a předpokládané doby přínosu.

Tab. 26. Aktivace nákladů na marketing. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Roční náklad	1 193	1 126	1 628	630	856	1 781
Odpisy celkem	398	773	1 316	1 128	1 038	1 089
Kumulované náklady	1 193	2 319	3 947	4 577	5 433	7 214
Kumulované odpisy	398	1 171	2 486	3 614	4 652	5 741
Aktivované náklady (nákladu kumulované – oprávký)	795	1 148	1 461	963	781	1 473
Úprava NOPAT	795	353	312	-498	-182	692

Tab. 27. Aktivace nákladů na vzdělání a školení pracovníků. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Roční náklad	362	225	346	260	630	1 109
Odpisy celkem	121	196	311	277	412	666
Kumulované náklady	362	587	933	1 193	1 823	2 932
Kumulované odpisy	121	316	627	904	1 316	1 983
Aktivované náklady (nákladu kumulované – oprávký)	241	271	306	289	507	949
Úprava NOPAT	241	29	35	-17	218	443

Tab. 28. Aktivace nákladů na informační systémy. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Roční náklad	683	596	572	756	438	930
Odpisy celkem	228	426	617	641,3	589	708
Kumulované náklady	683	1 279	1 851	2 607	3 045	3 975
Kumulované odpisy	228	654	1 271	1 912	2 501	3 209
Aktivované náklady (nákladu kumulované – oprávk)	455	625	580	695	544	766
Úprava NOPAT	455	170	-45	115	-151	222

- Goodwil, nadbytečné rezervy

Firma XY nevykazuje žádnou hodnotu goodwillu. Firma XY vykazovala na konci roku nadbytečné rezervy na opravu DHM, které byly tvořeny z důvodu daňové optimalizace. Dále byla v roce 2008 vytvořena rezerva ve výši 20 mil. Kč na budoucí kurzové ztráty. Firma uzavřela smlouvu o zajištění devizového kurzu na období 2009 – 2011. K 31. 12. 2008 byla vypočtena ztráta více než 80 mil. Kč, která může během tříletého období vzniknout. Protože ztráta vzniknout nemusí, považují tuto rezervu za nadbytečnou. Hodnoty nadbytečných rezerv budou zahrnuty do ekvivalentů vlastního kapitálu.

Tab. 29. Nadbytečné rezervy. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rezervy na opravu DHM	-	-	2 064	4 128	2 442	4 885
Rezervy na kurzové ztráty	-	-	-	-	20 000	20 000

7.1.1.3 Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

Aktiva upravená na základě výše uvedených úprav se musí snížit o neúročený cizí kapitál. Mezi tyto položky patří především krátkodobé závazky, nezpoptatněné dlouhodobé závazky a pasivní položky časového rozlišení.

Tab. 30. Přehled neúročených cizích zdrojů. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobé závazky (neúročené)	17 000	17 000	17 000	467	1 416	1 646
Krátkodobé závazky	83 290	89 395	76 563	98 382	87 374	119 455
Časové rozlišení pasiv	102	155	154	396	307	269
Celkem	100 392	106 550	93 717	99 245	89 097	121 370

Následující tabulka vyjadřuje výši jednotlivých položek v aktivech rozvahy po provedených úpravách.

Tab. 31. Výpočet NOA v jednotlivých letech. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DM	26 888	34 812	32 909	79 273	137 609	113 900
DNM	7390	7828	3401	2615	2338	3667
DHM	19 498	26 984	29 508	76 658	135 271	110 233
DFM	0	0	0	0	0	0
ČPK	-40 773	-23 101	-13 196	2 765	20 330	81 822
Zásoby	21 352	22 472	24 654	22 138	28 142	18 182
Pohledávky	34750	55396	47798	66067	73748	170157
KFM	1059	5413	7806	13691	7415	13796
Časové rozlišení	2 458	168	263	114	122	1057
Neúročené závazky	100 392	106 550	93 717	99 245	89 097	121 370
NOA	-13 885	11 711	19 713	82 038	157 939	195 722

Pro zjištění čistých operativních aktiv (NOA) musely být neúročené závazky vyčleněny, tedy odečteny.

Pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) je nutné zjistit kapitálovou strukturu, která se vlivem úprav změnila. Výpočet pasivních položek rozvahy a kapitálové struktury je uveden v následující tabulce.

Tab. 32. Vývoj kapitálu v jednotlivých letech. Zdroj[vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	-21 632	3 821	10 674	59 513	97 518	119 683
Základní kapitál	7 345	11 345	11 345	11 345	11 345	11 345
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, ...	735	735	935	1 135	1 135	1 135
VH minulých let	-38 088	-28 223	-12 014	3 358	45 179	80 738
VH účet. období	9 865	20 928	18 872	47 271	38 874	24 454
Ekvivalenty VK	-1 489	-964	-8 464	-3 596	20 985	22 011
Cizí zdroje	7 747	7 890	9 039	22 525	40 421	56 039
Bankovní úvěry	4 051	0	0	16 669	33 308	50 983
Leasing	3 696	7 890	9 039	5 856	7 113	5 056
Kapitál celkem	-13 885	11 711	19 713	82 038	157 939	195 722

7.1.2 Vymezení NOPAT

Pro určení čistého operativního zisku po zdanění je důležité dodržení symetrie mezi NOA a NOPAT. Při výpočtu budu vycházet z výsledku hospodaření z běžné činnosti, který upravím o následující položky.

Z finančních nákladů vyloučím placené úroky, včetně implicitních úroků, které plynou z leasingových plateb. V případě bankovních úvěrů vycházím z nákladových úroků uvedených ve výkazu zisku a ztráty a u úroků z leasingových plateb, určím výši úroků vynásobením odhadnuté alternativní úrokové míry (tab. 46) a výši leasingového závazku k začátku období. Vyloučení nákladových úroků se provede jejich přičtením k výsledku hospodaření.

Tab. 33. Vývoj nákladových úroků. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Nákladové úroky z úvěrů	172	38	371	1 071	1 392
Nákladové úroky z leasingu	149	337	432	296	386

Dále z výsledku hospodaření vyloučíme mimořádné položky, které se pravidelně neopakuje. V případě firmy XY se jedná o prodej dlouhodobého hmotného majetku a tvorbu nebo rozpouštění nadbytečných rezerv.

Tab. 34. Vývoj VH z prodeje dlouhodobého majetku, tvorba a rozpouštění rezerv.

Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
VH z prodeje DM	1 689	116	511	83	325
Tvorba (+), rozpouštění (-) rezerv	0	+2 064	+2 064	-4 128 +2 442 + 20 000	+2 442

Do NOPAT musíme také promítnout vliv aktivace nákladů na marketing, vzdělání a náklady na informační systémy. Tyto náklady musí být z VH vyloučeny a musí být započítány odpisy z aktivovaných nákladů. Protože jsem již vlivy aktivovaných nákladů do NOPAT vypočítala při výpočtu NOA, uvádím v této kapitole jen souhrn dopadů do NOPAT. Co se týká pozemků a zásob, nejsou odepisovány, nemají tedy na NOPAT vliv.

Tab. 35. Úprava NOPAT o aktivované náklady. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Aktivované náklady – vliv na NOPAT	552	302	-400	-115	1 357

Protože NOPAT představuje operativní výsledek po zdanění, je nutné upravený VH ještě upravit o výši daně. Musíme zjistit tzv. upravenou daň, která by byla z operativního zisku placena.

Tab. 36. Vymezení NOPAT. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Původní VH z běžné činnosti před zdaněním	27 243	24 352	62 146	55 318	32 048
Upravený VH z běžné činnosti před zdaněním	26 427	26 977	64 102	74 801	37 300
Rozdíl (původní – upravený VH)	-816	2 625	1 956	19 483	5 252
Daňová sazba [24]	26 %	24 %	24 %	21 %	20 %
Původně placená daň	6 315	5 480	14 408	15 496	7 364
Dodatečně vypočítaná daň	-212	630	469	4 091	1 050
NOPAT	20 324	20 867	49 225	55 214	28 886

Rozdíl mezi původním VH a upraveným VH je zdaněný podle platné sazby daně z příjmů. Výslednou hodnotu NOPAT získáme tak, že od upraveného VH před zdaněním odečteme původní placenou daň a dodatečně vyměřenou daň.

7.1.3 Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet EVA je nutné zjistit ještě průměrné vážené náklady na kapitál (WACC). Nejdříve se budu věnovat nákladům na vlastní kapitál, které jsou často opomíjeny. Vlastní kapitál ale není zdarma a představuje výnosové očekávání investora. Pro zjištění nákladů na vlastní kapitál existuje několik modelů, jejichž výsledné hodnoty se často liší.

7.1.3.1 Model oceňování kapitálových aktiv

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model) se využívá především na vyspělých kapitálových trzích. Pro výpočet musíme znát bezrizikovou úrokovou míru (r_f), hodnotu koeficientu β , který vyjadřuje relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu, a rizikovou prémii.

Vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál [13]:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (24)$$

Bezriziková úroková míra je zveřejňována Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR (MPO). Všechny r_f se vztahují k celému roku s výjimkou roku 2009, kdy hodnota odpovídá 1. – 3. čtvrtletí. Protože analyzovaná společnost není obchodována na kapitálovém trhu, musela jsem použít model CAPM s náhradními odhady β . Hodnota β je určena metodou analogie, která využívá β podobných podniků. Hodnoty nezadlužené β jsem získala z amerického kapitálového trhu (www.damodaran.com). Riziková prémie se získá rozdílem mezi očekávanou výnosností trhu (r_m) a bezrizikovou mírou výnosu (r_f). Protože výnosnost trhu se měří globálním akciovým indexem a v České republice je kapitálový trh volatelní, využiji opět informace dle Damodarana. Vyšla jsem z výnosnosti amerického trhu a přičetla k tomu rizikovou prémii naší země.

Pro výpočet β zadlužené jsem použila následující vzorec [13]:

$$\beta_z = \beta_N \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{CK_0}{VK_0} \right) \quad (25)$$

Tab. 37. Určení nákladů na VK pomocí metody CAPM. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
r_f zdroj	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%	4,92%
β – nezadlužená [19]	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
β - zadlužená	1,22	2,02	1,62	1,46	1,44
Riziková prémie [19]	5,70%	5,96%	5,83%	7,10%	6,39%
r_e	10,51%	15,80%	13,75%	14,90%	14,14%

Podle metody CAPM měla firma XY nejvyšší náklady na vlastní kapitál v roce 2006. Od tohoto roku jsou náklady poměrně vyrovnané, pohybují se v rozmezí 13,8 % až 15,8 %.

7.1.3.2 Průměrná rentabilita v odvětví

Náklady na vlastní kapitál můžeme stanovit také podle údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Tyto data jsou sice poměrně lehce dostupné, ale samotná metoda není příliš vhodná. Hlavním důvodem je to, že vychází z účetních dat a také si musíme uvědomit, že řada firem provádí tzv. „daňovou optimalizaci“, která ROE zkresluje.

Tab. 38. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví. Zdroj [22]

	2005	2006	2007	2008	2009
ROE v odvětví (OKEČ 28)	11,27 %	13,98 %	18,66 %	14,91 %	8,6 %

Jak vidíme, nejvyšší rentabilita v odvětví byla v roce 2007, stejně jako u firmy XY. V posledním roce se ale rentabilita výrazně snížila. Důvodem může být například finanční krize, která zasáhla řadu firem, ale také to, že se jedná o údaj za 1. – 3. čtvrtletí.

7.1.3.3 Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Tento model vychází z poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než na kapitál cizí. Můžeme tedy při stanovení nákladů na vlastní kapitál vycházet z nákladů na cizí kapitál, ke kterým přičteme rizikovou přírážku. Doporučována je přírážka ve výši 2 % až 3 %. Pro firmu XY jsem zvolila rizikovou přírážku 3 %, kterou jsem přičetla k nákladům na bankovní úvěry (tab. 45). Bankovní úvěry jsem volila z toho důvodu, že jejich výše je přesná a odpovídá realitě.

Tab. 39. Odvození nákladů na VK z nákladů na CK. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Úroková sazba – b. úvěry	6,25 %	5,24 %	4,48 %	4,65 %	4,15 %
Přirážka	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
r_e	9,25 %	8,24 %	7,48 %	7,65 %	7,15 %

Náklady na vlastní kapitál dosáhly nižších hodnot než předchozí metody a mají klesající trend, s výjimkou roku 2008, kdy došlo k mírnému zvýšení.

7.1.3.4 Stavebnicový model

Výpočet nákladů podle stavebnicového modelu, který je používán Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR, jsem využila již v analytické části. Pro úplnost uvedu tabulku s rizikovými přírážkami a výslednými náklady na vlastní kapitál. Při výpočtu jsem vycházela z účetních hodnot aktiv a pasiv.

Tab. 40. Určení nákladů na VK pomocí stavebnicové metody. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
r_f [22]	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,92 %
r_{LA}	5,00 %	5,00 %	5,00 %	4,90 %	4,77 %
$r_{Podnikatelské}$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
$r_{FinStab}$	10,00 %	7,53 %	8,49 %	5,35 %	3,44 %
r_{Finstr}	0,00 %	0,00 %	4,25 %	4,23 %	4,74 %
r_e	18,53 %	16,30 %	20,02 %	19,03 %	17,87 %

Stavebnicová metoda došla k nejvyšším nákladům na vlastní kapitál, které v roce 2008 dosahují až 20 %.

7.1.3.5 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Konečné stanovení nákladů na vlastní kapitál provedu váženým aritmetickým průměrem všech čtyř způsobů. Největší váhu jsem dala metodě vycházející z nákladů na cizí kapitál, protože pro analyzovanou firmu vychází ze skutečných dat. Naopak vzhledem k rozsáhlosti odvětví jsem nejmenší váhu dala metodě vycházející z průměrné rentability v odvětví OKEČ 28. Ostatním metodám jsem přiřadila váhu 1. U stavebnicové metody je nevýhoda, že jsem vycházela z účetních dat, naopak při výpočtu CAPM jsem použila údaje z amerického trhu, což také neodpovídá přímo podmínkám ČR. Proto jsem stanovila stejné váhy, tedy hodnotu 1.

Tab. 41. Určení průměrných nákladů na VK. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009	Váhy
CAPM	10,51 %	15,80 %	13,75 %	14,90 %	14,14 %	1
Průměrná rentabilita	11,27 %	13,98 %	18,66 %	14,91 %	8,60 %	0,75
Odvození z nákladů na CK	9,25 %	8,24 %	7,48 %	7,65 %	7,15 %	1,25
Stavebnicová metoda	18,53 %	16,30 %	20,02 %	19,03 %	17,87 %	1
Průměrné náklady na VK	12,26 %	13,22 %	14,28 %	13,67 %	11,85 %	4

Výsledné hodnoty nákladů na vlastní kapitál, se kterými budu dále pracovat, jsou poměrně vyrovnané. Dosahují hodnot v rozmezí 11,9 % a 14,3 %. Nejnížší náklady na vlastní kapitál byly v roce 2009 a nejvyšší v roce 2007.

7.1.4 Náklady na cizí kapitál

Z cizího kapitálu využívá firma XY bankovní úvěry a leasing.

7.1.4.1 Náklady na bankovní úvěry

Náklady na bankovní úvěry můžeme určit několika způsoby. První způsob vychází ze skutečných úrokových sazeb. Analyzovaná společnost využívala bankovní úvěry ve všech letech, i když v letech 2005 a 2006 se jednalo pouze o krátkodobé úvěry v průběhu roku. Tyto úvěry nebyly vykázány v rozvaze, protože na konci roku už byly splaceny. Úrokové sazby u úvěrů jsou odvozovány od sazby PRIBOR 3M a rizikové přírážky banky. Vzhledem k měnící se sazbě PRIBOR 3M a také výši přírážky bank, neprovedu přesné vyčíslení nákladů. Ve všech letech dosahovaly úroky hodnoty 4 – 5 %, přičemž v posledních dvou letech se úrokové sazby vlivem nedůvěry bank přiblížily k 5 %. Na základě domluvy s vedením firmy, jsem stavila náklady na bankovní úvěry následovně.

Tab. 42. Náklady na bankovní úvěry (1. způsob). Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nominální úroková sazba	4 %	4 %	4 %	4,5 %	5 %	5 %

Další možný způsob určení nákladů na bankovní úvěry vychází ze vztahu nákladové úroky/bankovní úvěry. V případě firmy XY nastal určitý problém v roce 2005 a 2006, kdy v průběhu roku byly využívány bankovní úvěry, ale ještě ve stejném roce byly splaceny. V takových případech je vhodné vycházet z vztahu: stav BÚ na začátku roku + stav BÚ na konci roku a součet vydělit dvěma. Získáme tak průměrný stav bankovních úvěrů.

Tab. 43. Náklady na bankovní úvěry (2. způsob). Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Stav BÚ na začátku roku	11 551	4 051	-	-	16 669	33 308
Stav BÚ na konci roku	4 051	-	-	16 669	33 308	50 983
Průměrný stav BÚ	7 801	2 026	-	8 335	24 989	42 146
Nákladové úroky	592	172	38	371	1 071	1 392
Úroková sazba úvěru (průměrný stav BÚ)	7,59%	8,49%	^x (6,47 %)	4,45%	4,29%	3,3 %

Protože v roce 2006 nelze úrokovou sazbu tímto způsobem zjistit, provedla jsem odhad. Vyšla jsem se skutečností, že od roku 2005 se úroková sazba snižuje a vypočítala jsem

průměr ze sazeb roku 2005 a 2007. Co se týká položky nákladových úroků, zahrnuje do ní firma XY pouze náklady plynoucí z bankovních úvěrů.

Náklady na bankovní úvěry můžeme stanovit také podle tržních dat. Odhadneme rating úvěru podle úrokového krytí, tím zjistíme přírážku, o kterou navýšíme výnosnost státních dluhopisů. Tabulka s hodnocením ratingu a přírážkami je uvedena v příloze.

Tab. 44. Náklady na bankovní úvěr (3. způsob). Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bezriziková úroková míra	4,80 %	3,53 %	3,77 %	4,28 %	4,55 %	4,92 %
EBIT/NÚ	19,3	159,4	641,8	168,5	52,7	24,0
Rating [19]	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Riziková přírážka	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %	0,50 %
Odhadnutá úr. sazba BÚ	5,30 %	4,03 %	4,27 %	4,78 %	5,05 %	5,42 %

Výsledné hodnoty úrokových sazeb se příliš neliší, přesto realitě nejvíce odpovídají první dva způsoby, proto jsem náklady na bankovní úvěr určila jejich průměrem. Následující tabulka vyjadřuje nominální úrokovou sazbu určenou průměrem a výsledné náklady na bankovní úvěry upravené o působení daňového štítu.

Tab. 45. Náklady na bankovní úvěr. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nominální úr. sazba BÚ	5,80 %	6,25 %	5,24 %	4,48 %	4,65 %	4,15 %
Náklady na BÚ	4,17 %	4,62 %	3,98 %	3,40 %	3,67 %	3,32 %

7.1.4.2 Náklady na leasing

Protože společnost XY má každoročně uzavřeno nejméně 10 leasingových smluv, využiji pro stavení nákladů na leasing způsob založený na tržních datech, který jsem již vypočítala při stanovení nákladů na bankovní úvěry. I u této úrokové sazby nesmíme opomenout vliv daňového štítu.

Tab. 46. Odhadnutá úroková sazba leasingu. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Odhad úr. sazby leasingu	5,30 %	4,03 %	4,27 %	4,78 %	5,05 %	5,42 %
Náklady na leasing	3,82 %	2,98 %	3,25 %	3,63 %	3,99 %	4,34 %

V následující tabulce stanovím vážené průměrné náklady na cizí kapitál.

Tab. 47. Průměrné náklady dluhu. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Bankovní úvěry (počátek roku)	4051	0	0	16669	33308
Leasing (počátek roku)	3696	7890	9039	5856	7113
Náklady na bankovní úvěry	4,62%	3,98%	3,40%	3,67%	3,32%
Náklady na leasing	2,98%	3,25%	3,63%	3,99%	4,34%
Průměrné náklady dluhu (N_{ck})	3,84%	3,25%	3,63%	3,75%	3,50%

Vidíme, že jak náklady na bankovní úvěry, tak náklady na leasing jsou poměrně nízké. Náklady na cizí kapitál v žádném roce nepřesáhly hodnotu 4 % a můžeme říct, že cizí kapitál je pro firmu XY velmi levný zdroj financování.

7.1.5 Vážené průměrné náklady na kapitál

Všechny potřebné hodnoty pro výpočet vážených průměrných nákladů jsem v předchozích kapitolách zjistila, samotný výpočet je poměrně jednoduchý. V nákladech na cizí kapitál je již zohledněn vliv daňového štítu.

Tab. 48. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
N_{CK}	3,84 %	3,25 %	3,63 %	3,75 %	3,50 %
N_{VK}	12,26 %	13,22 %	14,28 %	13,67 %	11,85 %
CK/C (počátek roku)	-55,79 % \Rightarrow 83 %	67,37 %	45,85 %	27,46 %	25,59 %
VK/C (počátek roku)	155,79 % \Rightarrow 17 %	32,63 %	54,15 %	72,54 %	74,71 %
WACC	16,96 % \Rightarrow 5,29 %	6,50 %	9,40 %	10,95 %	9,71 %

Protože výpočet EVA vychází ze stavu kapitálu na počátku hodnoceného období, je i při výpočtu WACC použita struktura kapitálu k počátku období. V roce 2005 je ale na počátku období záporný nejen vlastní kapitál (-21 mil. Kč) ale i celkový kapitál (-13 mil. Kč). To způsobilo, že podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu je větší než podíl cizího kapitálu, přestože ten dosahoval kladných hodnot. Vlivem většího podílu vlastního kapitálu vzrostly také WACC. Aby WACC odpovídalo skutečnosti a mohla jsem ho využít při dalších výpočtech, provedla jsem úpravu. Rozdíl mezi vlastním kapitálem a cizím jsem přičetla k oběma položkám a vypočítala nový poměr vlastního a cizího kapitálu. Po úpravě se podíl vlastního kapitálu snížil na 17 %. Na základě nové struktury jsem vypočítala nové

WACC, které dosáhlo hodnoty 5,29 %. Podle mého názoru odpovídá tato hodnota více realitě, a proto ji budu používat i v dalších výpočtech.

Vlivem rostoucího poměru vlastního kapitálu rostly i WACC, v roce 2008 dosáhly nejvyšší hodnoty (10,95 %). V roce 2009 dosahovaly poměry kapitálu téměř stejné úrovně, ale v důsledku snížení nákladů na vlastní kapitál, se i WACC snížily. S výjimkou roku 2008 se WACC pohybovaly pod 10 %, podnik tedy pracuje s poměrně nízkými náklady na kapitál.

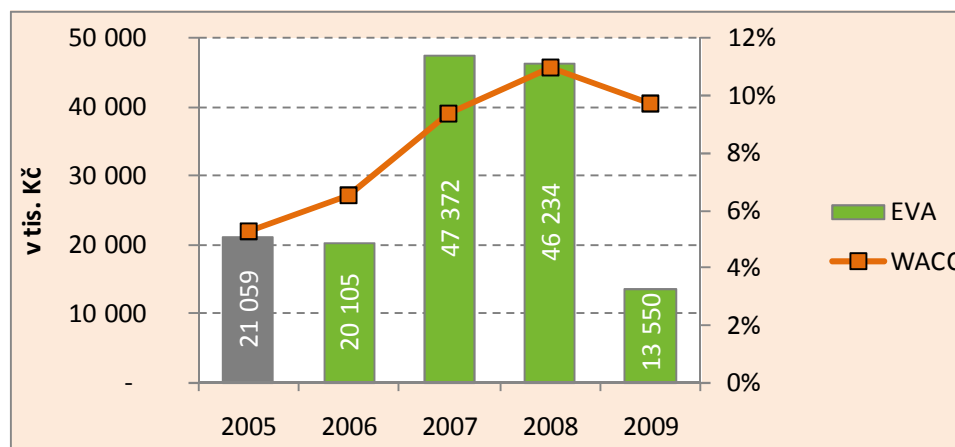
7.1.6 Výpočet EVA

Výsledné hodnoty ukazatele EVA podle ekonomického modelu jsou uvedeny v následující tabulce. Při výpočtu je využitý vztah $EVA = NOPAT - WACC \times C$.

Tab. 49. Výpočet EVA podle ekonomického modelu. Zdroj [vlastní]

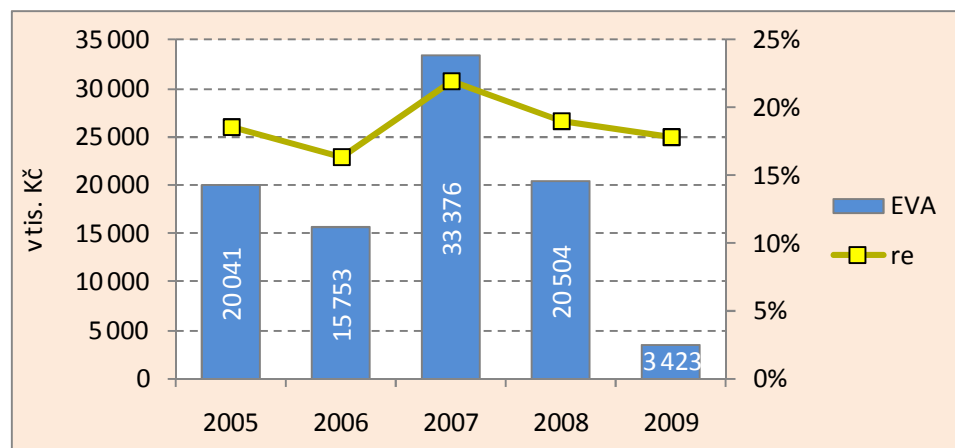
v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
NOPAT	20 324	20 867	49 225	55 214	28 886
WACC	5,29%	6,50%	9,40%	10,95%	9,71%
NOA (počátek období)	-13 885	11 711	19 713	82 038	157 939
EVA	21 059	20 105	47 372	46 234	13 550

Firma XY dosahuje ve všech letech kladných hodnot EVA, tzn., že ve všech letech podnik tvořil hodnotu pro své vlastníky. Nejvyšší hodnota byla dosažena v roce 2007, poté má ukazatel klesající tendenci. Zajímavý je rok 2005, kdy společnost vykazuje poměrně vysokou hodnotu EVA, přestože je NOA záporné. Výsledná hodnota EVA je podle mého názoru způsobena nedokonalostí ukazatele, který nezohledňuje možnost záporné hodnoty NOA. V roce 2005 nemůže firma se zápornou hodnotou NOA tvořit hodnotu pro své vlastníky.



Obr. 14. Vývoj EVA podle ekonomického modelu. Zdroj [vlastní]

Pro srovnání ukazatele EVA uvedu ještě jeho výsledky vycházející z účetního modelu dle metodiky MPO ČR. Jak můžeme vidět, výsledky dosahují podobných hodnot, ale v případě EVA podle ekonomického modelu jsou hodnoty vyšší. Největší rozdíl mezi jednotlivými modely je v roce 2008. Podle ekonomického modelu je rozdíl mezi výslednou hodnotou EVA v roce 2007 a 2008 minimální, naopak podle účetního modelu je rozdíl téměř 13 mil. Kč.



Obr. 15. Vývoj EVA podle účetního modelu dle MPO ČR. Zdroj [vlastní]

7.2 Výnosnost čistých aktiv – RONA

Ukazatel RONA vychází z údajů zjištěných při výpočtu EVA podle ekonomického modelu. Při výpočtu RONA je do poměru dáván NOPAT a NOA. Výsledné hodnoty jsou porovnávány s náklady kapitálu (WACC).

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
NOPAT	20 324	20 867	49 225	55 214	28 886
NOA (počátek období)	-13 885	11 711	19 713	82 038	157 939
RONA	-146,37 %	178,18 %	249,71 %	67,30 %	18,29 %
WACC	5,29 %	6,50 %	9,40 %	10,95 %	9,71 %
RONA - WACC	-151,67 %	171,68 %	240,31 %	56,36 %	8,58 %

Jak můžeme vidět v tabulce, nejnižší RONA byla v roce 2005, kdy se vlivem záporné hodnoty NOA vykážala také záporná RONA. V následujících letech nastal velký nárůst výnosnosti čistých aktiv, který se v posledních letech stejně rychle snížil.

Při srovnání ukazatele s WACC se vlivem vysokých a poměrně rozdílných hodnot ukazatele RONA výsledky tzv. spreadu (RONA – WACC) příliš nezmění. V případě kladného spreadu dosahuje EVA kladných hodnot, což potvrzují výpočty ukazatele EVA

v předchozí kapitole. Vyvrací to ale výsledky v roce 2005, kdy je RONA záporná a EVA dosahuje kladných hodnot. Potvrzuje se tedy závěr, že firma XY v tomto roce nepřispívá ke zvyšování hodnoty vlastníků.

7.3 Tržní přidaná hodnota - MVA

Protože firma XY není akciovou společností, budu při výpočtu vycházet z tzv. způsobu *ex ante*, tedy ze současné hodnoty budoucích hodnot EVA.

Při určení budoucích hodnot EVA jsem vycházela z minulých údajů a především z roku 2009. Uvažovala jsem s mírným nárůstem NOPAT i NOA. Přepokládala jsem také s mírným růstem nákladů na kapitál. Vzhledem k účetním výsledkům podniku v posledním roce, které nebyly příznivé, nepředpokládám při odhadu hodnot EVA s příliš optimistickým a velkým růstem tohoto ukazatele.

Tab. 50. Vývoj hodnoty EVA a odhad v dalších letech. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
NOPAT	20 324	20 867	49 225	55 214	28 886
NOA	-13 885	11 711	19 713	82 038	157 939
WACC	5,29%	6,50%	9,40%	10,95%	9,71%
EVA	21 059	20 105	47 372	46 234	13 550
	2010	2011	2012	2013	2014
NOPAT	28 000	30 000	32 000	35 000	40 000
NOA	195 722	195 000	200 000	205 000	210 000
WACC	9,50%	10,00%	10,00%	10,50%	10,50 %
EVA	9 406	10 500	12 000	13 475	17 950

Při výpočtu MVA vycházím z šesti hodnot ukazatele EVA. Vždy počítám s hodnotou z roku, ke kterému se MVA počítá a z následujících pěti hodnot. Poslední, pátá hodnota je považována za hodnotu pokračující. Pro názornost uvádím postup výpočtu pro rok 2006:

$$MVA_{2006} = \frac{20\,105}{(1+0,065)^1} + \frac{47\,372}{(1+0,094)^2} + \dots + \frac{10\,500}{0,01} \times (1+0,01)^{-5} = 172\,841$$

Tab. 51. Výsledné hodnoty ukazatele MVA. Zdroj [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
MVA	175 843	172 841	178 698	152 615	148 228

Výsledné hodnoty MVA se pohybují v intervalu od 148 do 178 mil. Kč. Jak ukázaly výsledky EVA, tak i MVA dosáhla nejvyšší hodnoty v roce 2007. Po tomto roce se ale hodnoty MVA snižují a v posledním roce dosahuje MVA nejnižší hodnoty. Ve všech letech je MVA kladné, podnik má tedy předpoklady pro využití příležitostí ke zhodnocení kapitálu, který byl investovaný vlastníky.

7.4 Provozní návratnost investice – CFROI

Ukazatel CFROI je založen na vnitřním výnosovém procentu. CFROI na rozdíl od jiných ukazatelů bere v úvahu inflaci. Pro výpočet tohoto ukazatele je nutné provést řadu úprav. K zjištění hodnoty CFROI musíme zjistit brutto investiční bázi, která se skládá z odepisovaných a neodepisovaných aktiv, dále brutto cash flow a dobu použití aktiv. Pro výpočet CFROI je doporučováno vycházet z hodnoty brutto investic na začátku roku, tedy z počátečního stavu.

7.4.1 Životnosti aktiv

Životnost aktiv představuje odhad průměrné doby životnosti, tedy užitečnosti dlouhodobých aktiv. Nejdříve ale musíme zjistit dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek v brutto hodnotách, který je odepisovaný.

Tab. 52. Upravený dlouhodobý majetek brutto. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DHM brutto	36 369	38 661	49 396	94 013	148 031	133 113
DNM brutto	6 791	7 040	2 608	2 643	2 845	5 022
- Pozemky	5 195	5 213	5 213	5 291	5 353	5 453
- Nedokončené investice	130	158	10 025	6 821	39	2 512
Odepisovaná aktiva brutto	37 835	40 330	36 766	84 544	145 484	130 170

Z výkazu zisku a ztráty převezmu odpisy a vypočítám dobu životnosti aktiv. Při výpočtu vycházím z hodnoty odepisovaných aktiv brutto k počátku roku.

Tab. 53. Výpočet životnosti aktiv. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Odepisovaná aktiva brutto	-	37 835	40 330	36 766	84 544	145 484
Roční odpisy	1 630	1 325	1 545	2 302	6 167	8 427
Životnost aktiv (v letech)	-	29	26	16	14	17

Protože firma XY vykazuje nízké hodnoty odpisů, je doba životnosti aktiv poměrně dlouhá. V roce 2008 dosáhla doba životnosti 29 let, v dalších letech došlo k jejímu snížení.

7.4.2 Brutto investiční báze

Hodnotu brutto investiční báze neboli investice v brutto hodnotě získáme součtem odepisovaných a neodepisovaných aktiv.

7.4.2.1 Odepisovaná aktiva celkem

Při výpočtu odepisovaných aktiv nelze vycházet z údajů z rozvahy. Musíme provést následující úpravy.

- Úprava dlouhodobých aktiv o inflaci

Pro odhad dlouhodobých aktiv v cenové hladině k datu ocenění jsem vycházela z hodnot dlouhodobého majetku v brutto hodnotě, které jsem pomocí souhrnného koeficientu a deflátoru HDP upravila. Souhrnný koeficient pro přepočtení aktiv v roce 2004 jsem zvolila ve výši 1,1. Volila jsem nižší hodnotu souhrnného koeficientu z důvodu, že v průběhu 4 let před rokem 2004 docházelo k prodeji dlouhodobého majetku a největší nárůst dlouhodobého majetku byl až v roce 2007 a 2008.

Tab. 54. Úprava dlouhodobých aktiv o inflaci. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Deflátor HDP [18]	-	99,7	101,1	103,4	101,8	102,7
Upravení deflátoru	1,1	0,997	1,011	1,034	1,018	1,027
Koeficient pro přepočtení	1,1	1,097	1,109	1,146	1,167	1,199
Odepisovaná aktiva brutto	37 835	40 330	36 766	84 544	145 484	130 170
Hodnota DM odepisovaných v aktuálních cenách	41 619	44 230	40 765	96 926	169 794	156 023

- Nedokončený dlouhodobý majetek

Nedokončený majetek byl při zjišťování životnosti aktiv vyloučen. Jedná se o nové investice, které jsou vyjádřeny v aktuální cenové hladině, proto se jejich hodnota nemusí upravovat o vliv inflace. Po zařazení nedokončeného majetku do provozu se začne odepisovat, proto hodnotu uvedenou v rozvaze přičteme do skupiny odepisovaných aktiv.

- Aktiva pořízená na leasing

Majetek, který má firmy XY pronajatý, musíme aktivovat. Při aktivaci leasingu vycházím z postupu Maříka a Maříkové [9]. Doba životnosti aktiv se bude rovnat době pronájmu a předpokládané platby budou diskontovány pomocí reálné úrokové míry. Reálná úroková míra odpovídá aktuální úrokové míře, tedy úroková míra bankovních úvěrů snižená o inflaci. Tímto postupem dostaneme brutto hodnotu aktiv, které má firma XY na leasing.

Tab. 55. Výpočet reálné diskontní míry. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Reálná úroková míra (b. úvěry)	4,0%	4,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Inflace [21]	2,8%	1,9%	2,5%	2,8%	6,3%	1,0%	2,0%	1,8%	2,0%	2,0%
Reálná diskontní míra	1,2%	2,1%	1,5%	1,7%	-1,3%	4,0%	3,0%	3,2%	3,0%	3,0%

Při stavení inflace v roce 2010 a 2011 jsem vycházela z predikce Ministerstva financí ČR a v následujících dvou letech jsem inflaci odhadla na 2 %. Úrokové sazby na bankovní úvěry se v období 2004 a 2009 pohybovaly v rozmezí 4 – 5 %. Jak už jsem uvedla při výpočtu ukazatele EVA, nejedná se o přesné hodnoty. Pro další roky jsem ponechala úrokovou sazbu na 5 %.

- Nehmotná aktiva

V nehmotných aktivech bývá oceňován goodwill. Firma XY tuto položku nevykazuje, proto s ní nebudu počítat.

Celkovou výši odepisovaných aktiv zobrazuje následující tabulka.

Tab. 56. Výpočet odepisovaných aktiv. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
DHM, DNM upravený o inflaci	41 619	44 230	40 765	96 926	169 794	156 023
Nedokončené investice	130	158	10 025	6 821	39	2 512
Leasing	3 850	8 427	9 674	6 282	7 362	5 253
Odepisovaná aktiva celkem	45 598	52 815	60 464	110 029	177 195	163 788

7.4.2.2 Neodepisovaný majetek v současných cenách

Do neodepisovaného majetku jsou počítány následující položky:

- Monetární aktiva

Monetární aktiva zahrnují v případě firmy XY peněžních prostředky, pohledávky a časové rozlišení aktivní.

Tab. 57. Výpočet monetárních aktiv. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Peněžní prostředky	1 059	5 413	7 806	13 691	7 415	13 796
Pohledávky	34 750	53 396	47 798	66 067	73 748	170 157
ČR aktivní	2 458	168	263	114	122	1 057
Monetární aktiva celkem	38 267	58 977	55 867	79 872	81 285	185 010

Od monetárních aktiv musíme odečíst neúročené závazky, jedná se o všechny závazky, které nemají charakter úročeného dluhu. Po odečtení neúročených závazků získáme čistá monetární aktiva.

Tab. 58. Výpočet neúročených závazků. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rezervy			2 064	4 128	22 442	24 885
Dlouhodobé závazky	17 000	17 000	17 000	467	1 416	1 646
Krátkodobé závazky	83 290	89 395	76 563	98 382	87 374	119 455
ČRpasivní	102	155	154	396	307	269
Neúročené závazky	100 392	106 550	95 781	103 373	111 539	146 255

- Zásoby

Zásoby by se měly ocenit v současných cenách. Vzhledem k rychlému obratu zásob předpokládám, že nedochází k významnému rozdílu mezi současnou hodnotou na konci roku a hodnotou vyjádřenou v účetnictví. Nebudu proto do výpočtu zahrnovat rozdíl z přecenění zásob.

- Pozemky

Při přecenění pozemků na hodnotu k datu ocenění vycházím z indexu cen výrobců. Vzhledem k dlouhodobé existenci podniku potřebuji hodnoty indexu již od roku 1992. Vývoj indexu uvádím v příloze.

Výpočet hodnoty neodepisovaného majetku v jednotlivých letech získáme následovně.

Tab. 59. Výpočet neodepisovaného majetku. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Monetární aktiva	38 267	58 977	55 867	79 872	81 285	185 010
Neúročené závazky	100 392	106 550	95 781	103 373	111 539	146 255
Čistá monetární aktiva	-62 125	-47 573	-39 914	-23 501	-30 254	38 755
+ zásoby	23 352	24 472	26 654	24 138	30 542	20 882
Čistý pracovní kapitál	-38 773	-23 101	-13 260	637	288	59 637
+ pozemky	7 248	7 490	7 610	8 003	8 420	8 253
Neodepisovaný majetek celkem	-31 525	-15 611	-5 650	8 640	8 708	67 890

Na základě zjištěných hodnot můžeme vypočítat brutto investiční bázi v cenové hladině k datu ocenění.

Tab. 60. Vymezení brutto investiční báze. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Odepisovaná aktiva	45 598	52 815	60 464	110 029	177 195	163 788
Neodepisovaná aktiva	-31 525	-15 611	-5 650	8 640	8 708	67 890
Brutto investiční báze	14 073	37 204	54 814	118 669	185 903	231 678

7.4.3 Brutto cash flow

Brutto cash flow představují peněžní toky, které nezahrnují obchodní operace, nezohledňují způsob financování a nejsou do nich započítány investiční výdaje. Při výpočtu vycházíme z běžného zisku, který upravujeme o níže uvedené položky.

- Odpisy

Protože odpisy nepředstavují peněžní výdaje, musíme jejich hodnotu přičíst k výsledku hospodaření.

- Úroky

Model CFROI nerozlišuje platby za vlastní a cizí kapitál. Pro získání brutto cash flow přičteme nákladové úroky k zisku po zdanění.

- Nájemné z leasingu

Placené nájmy byly kapitalizovány, tzn., že nájemné představuje platbu držitelům cizího kapitálu. Hodnoty nájemného, které je vykazované v účetnictví, přičteme k výsledku hospodaření.

- Zisk nebo ztráta z držby peněz

V případě kladného čistého monetárního majetku, dosáhne firma XY ztrátu z držení peněz. Pokud je čistý monetární majetek záporný, firma na inflaci vydělává. Pro výpočet jsou využívány údaje čistých monetárních aktiv k začátku sledovaného období.

Tab. 61. Výpočet zisku/ztráty z monetárních aktiv. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Čistá monet. aktiva (počáteční stav)	-62 125	-47 573	-39 914	-23 501	-30 254
Inflace [21]	1,9 %	2,5 %	2,8 %	6,3 %	1,0 %
Zisk z držení peněz (- ⇒ +)	1 180	1 189	1 117	1 481	303

Ve všech letech dosahovala čistá monetární aktiva záporných hodnot, podnik tedy na inflaci vydělával.

- Zvláštní položky

Z provozního výsledku hospodaření musíme vyloučit vliv všech mimořádných a neopakovatelných výnosových nebo nákladových položek. V případě firmy XY se jedná o zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Při vyloučení této položky z výsledku hospodaření musí být zohledněna i daň.

Postup výpočtu brutto cash flow je uveden v níže uvedené tabulce.

Tab. 62. Výpočet brutto cash flow. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
VH za běžnou činnost po dani	20 928	18 872	47 271	38 874	24 454
- Zisk z prodeje majetku	2 096	1 759	3 709	2 117	3 558
Upravený zisk	18 832	17 113	43 562	36 757	20 896
+ Odpisy	1 325	1 545	2 302	6 167	8 427
+ Nákladové úroky	172	38	371	1 071	1 392
+ Nájemné leasing	2 604	3 852	4 486	4 547	3 584
+ Zisk z držení peněz	1 180	1 189	1 118	1 481	303
BCF celkem	24 113	23 738	51 839	50 023	34 602

7.4.4 Výpočet CFROI

Všechny potřebné položky pro výpočet CFROI byly již zjištěny. Samotný výpočet je poté jen doplněním jednotlivých položek do vzorce (14). Jak už jsem uváděla, při výpočtu pracuji vždy s hodnotami aktiv k počátku roku.

Tab. 63. Výpočet ukazatele CFROI. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
Doba ekonomické životnosti	29	26	16	14	17
Investice brutto _{PS}	14 073	37 204	54 814	118 669	185 903
Brutto cash flow	24 113	23 738	51 839	50 023	34 602
Neodepisovaná aktiva _{PS}	-31 525	-15 611	-5 650	8 640	8 708
CFROI	171,4%	63,8%	94,6%	41,9%	17,1%

Výsledné hodnoty ukazatele CFROI jsou velmi rozdílné a mají klesající trend. Nejvyšší CFROI byl v roce 2005, kdy investice vyprodukovaly vyšší brutto cash flow, než byla jejich samotná hodnota. Je doporučováno porovnat hodnoty CFROI s náklady na kapitál, které jsou upraveny o inflaci. Výsledná hodnota je tzv. spread. Náklady na kapitál jsem zjišťovala při výpočtu ukazatele EVA, a stejné hodnoty WACC použiji i u CFROI.

Tab. 64. Vymezení ukazatele CFROI spread. Zdroj [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	2009
WACC	5,29 %	6,50 %	9,40%	10,95%	9,71%
Inflace [21]	1,90 %	2,50 %	2,80 %	6,30 %	1,00 %
WACC _{real}	3,39 %	4,00 %	6,60 %	4,65 %	8,71 %
CFROI	171,35 %	63,81 %	94,57 %	41,86 %	17,10 %
CFROI _{spread}	167,96 %	59,81 %	87,97 %	37,21 %	8,39 %

Ve všech sledovaných letech je spread vyšší než 0, podnik tedy tvoří hodnotu a zhodnocuje vložené prostředky. Negativně můžeme hodnotit jeho klesající tendenci, ale přesto dosahují výsledné hodnoty velmi dobrých výsledků.

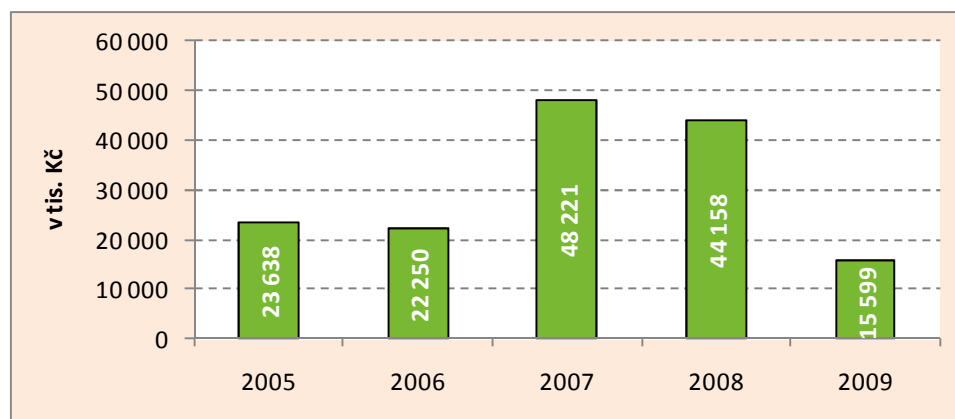
7.5 Peněžní přidaná hodnota - CVA

Ukazatel peněžní přidaná hodnota (CVA) vychází z údajů, které byly vypočítány při zjišťování ukazatele CFROI. Jak z názvu vyplývá, jedná se o absolutní ukazatel ekonomického zisku. CVA získáme rozdílem hodnoty CFROI a reálných nákladů na kapitál, výsledný rozdíl poté vynásobíme brutto investicemi. Ukazatel CVA zohledňuje inflaci, protože všechny vstupní hodnoty jsou o její vliv upraveny.

Tab. 65. Výpočet ukazatele CVA. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
CFROI _{spread}	167,96 %	59,81 %	87,97 %	37,21 %	8,39 %
Brutto investiční báze _{PS}	14 073	37 204	54 814	118 669	185 903
CVA	23 638	22 250	48 221	44 158	15 599

Stejně jako u řady jiných ukazatelů má firma XY nejlepší výsledek v roce 2007. V následujících letech, především v roce 2009, nastal opět propad. V roce 2009 dosáhla firma nejnižší hodnoty CVA. I přes nárůst brutto investic, došlo vlivem nižší hodnoty CFROI_{spread} ke snížení i CVA.



Obr. 16. Vývoj ukazatele CVA. Zdroj [vlastní]

7.6 Cash flow výnosnost hrubých aktiv – CROGA

Pro výpočet ukazatele cash flow výnosnost hrubých aktiv neboli CROGA musíme nejdříve vyjádřit hodnotu hrubých aktiv a provozního cash flow po zdanění. Při zjišťování hrubých aktiv můžeme vyjít z hodnoty brutto investic z ukazatele CFROI. V případě ukazatele CROGA nejsou hrubá aktiva upravena o inflaci.

Tab. 66. Výpočet hrubých aktiv. Zdroj [vlastní]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Odepisovaná aktiva	41 815	48 915	56 465	97 647	152 885	137 935
Neodepisovaná aktiva	-33 578	-17 888	-8 047	5 928	5 641	65 090
GA	8 237	31 027	48 418	103 575	158 526	203 025

Provozní cash flow po zdanění OATCF můžeme zjednodušeně vypočítat jako součet čistého provozního zisku a odpisů. Výsledek hospodaření z provozní činnosti jsem upravila o zisky z prodeje majetku, které nepatří mezi hlavní činnosti podniku. Při výpočtu daně vycházím z daňové sazby platné v roce hodnocení výkonnosti.

Tab. 67. Výpočet provozního cash flow po zdanění. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
VH z provozní činnosti bez daně	28 862	25 652	58 488	67 147	59 917
- VH z prodeje majetku	2 096	1 759	3 709	2 117	3 558
Upravený VH z provozní činnosti	26 766	23 893	54 779	65 030	56 359
Daňová sazba [24]	26%	24%	24%	21%	20%
- Daň	6 959	5 734	13 147	13 656	11 272
Čistý provozní zisk	19 807	18 159	41 632	51 374	45 088
+ Odpisy	1325	1545	2302	6167	8427
OATCF	21 132	19 704	43 934	57 541	53 515

Tab. 68. Vymezení ukazatele CROGA. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
OATCF	21 132	19 704	43 934	57 541	53 515
GA _{PS}	8 237	31 027	48 418	103 575	158 526
CROGA	256,56 %	63,51 %	90,74 %	55,55 %	33,76 %
WACC	5,29 %	6,50%	9,40%	10,95%	9,71%

Při celkovém vyhodnocení vidíme, že ukazatel CROGA má od roku 2005 klesající tendenci. Výjimkou je rok 2007, kdy CROGA při srovnání s rokem 2006 vzrostl, ale v dalších letech opět došlo k poklesu. Výsledné hodnoty ukazatele CROGA jsou vyjádřeny v procentech a porovnávají se s požadovanou výnosností kapitálu, tedy s WACC. Ve všech letech firma XY tvořila hodnotu a výkonnost podniku překročila očekávání vlastníků, protože CROGA byla vyšší než WACC.

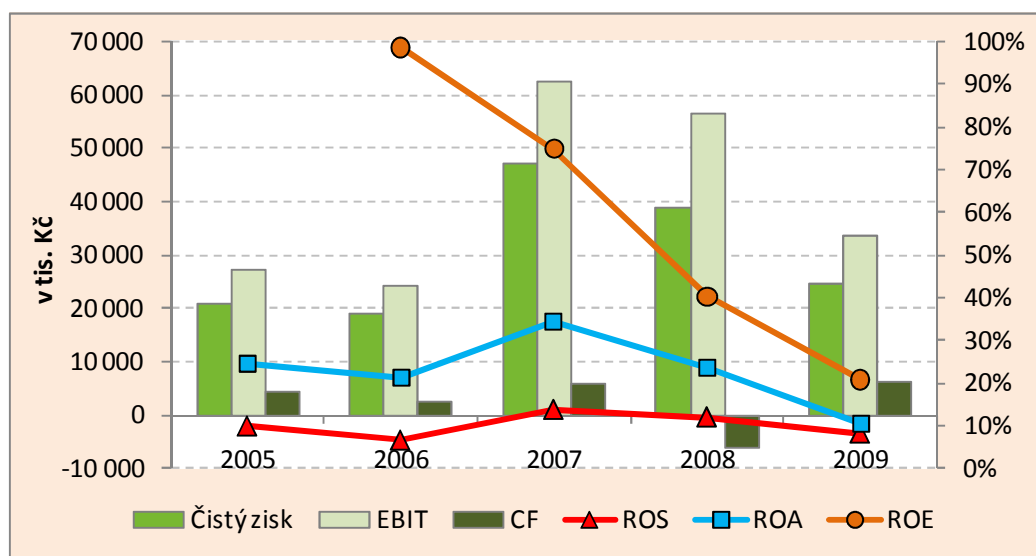
8 ZHODNOCENÍ VÝKONNOSTI FIRMY XY, S. R. O.

8.1 Klasické ukazatele

Výkonnost firmy XY podle klasických ukazatelů jsem hodnotila v rámci finanční analýzy. Za základní ukazatele výkonnosti jsou považovány různé formy zisku vyjádřené v absolutních hodnotách, cash flow neboli peněžní toky a ukazatelé rentability. Všechny klasické ukazatele byly počítány z konečných stavů.

Tab. 69. Vývoj vybraných klasických ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Čistý zisk	20 928	18 872	47 271	38 874	24 454
EBIT	27 415	24 390	62 517	56 389	33 440
CF	4 354	2 393	5 885	-6 276	6 381
ROS	9,92 %	6,70 %	13,71 %	11,99 %	8,30 %
ROA	24,62 %	21,22 %	34,13 %	23,36 %	10,60 %
ROE	437,37 %	98,61 %	74,90 %	40,27 %	20,80 %



Obr. 17. Vývoj vybraných klasických ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]

Společnost byla ve všech letech zisková a jako nejúspěšnější rok pro ni byl rok 2007. Tento rok byl pro firmu úspěšný nejen z hlediska zakázek na sanitární kontejnery a modulové výstavby, ale i na kurzové zisky, které se na kladném výsledku hospodaření také projeví. Vlivem kurzových ztrát a tvorbou rezervy na budoucí kurzové ztráty v roce 2008 docházelo v dalších letech k poklesu čistého zisku, přestože VH z provozní činnosti byl v roce 2008 i 2009 vyšší než v roce 2007. Rozdíl mezi čistým ziskem a EBIT byl nejvyšší v roce

2008, kdy vlivem daňově neuznatelných nákladů byla odvedena vyšší daň. Cash flow ve všech letech s výjimkou roku 2008 vykazovalo kladných hodnot, docházelo tedy k zvyšování peněžních prostředků. Velmi silnou oblastí firmy XY je rentabilita, což potvrdilo i srovnání s konkurencí, kdy firma XY téměř ve všech letech dosahovala v uvedených ukazatelích lepší hodnot. V případě ROE vidíme, že od roku 2005 velmi strmě klesá. Důvodem je rostoucí vlastní kapitál, který byl vlivem vysokých ztrát před rokem 2005 minimální.

Podle klasických ukazatelů vykazovala společnost nejvyšší výkonnost v roce 2007, od tohoto roku dochází k poklesu všech ukazatelů, s výjimkou CF v roce 2009. I přes snížení ukazatelů dosahuje společnost stále dobrých výsledků.

8.2 Moderní ukazatele

V případě moderních měřítek výkonnosti jsem při výpočtu ukazatelů vycházela z počátečního stavu aktiv k danému roku. Výkonnost podniku moderními ukazateli jsem hodnotila pomocí šesti měřítek, které byly vyjádřeny jak v procentní tak absolutní formě.

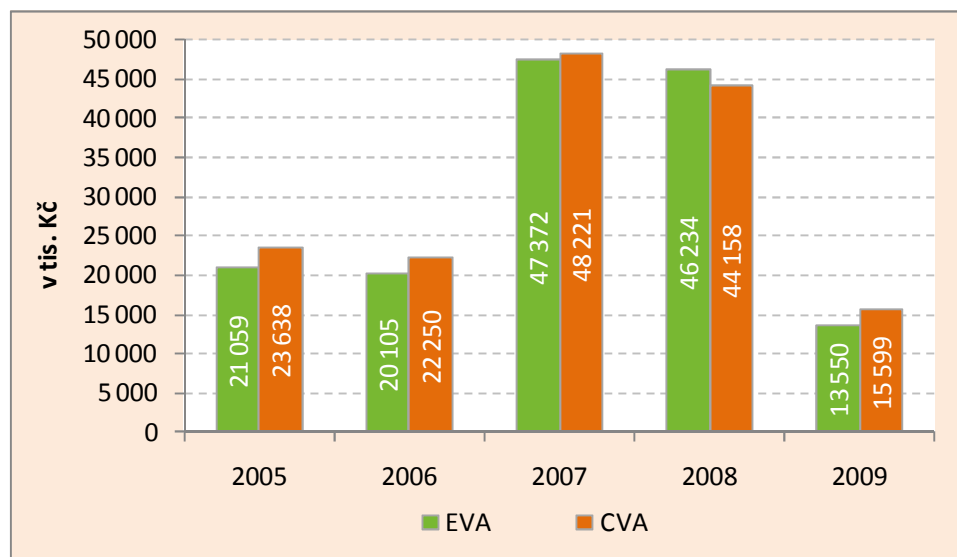
Tab. 70. Vývoj vybraných moderních ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
EVA	21 059	20 105	47 372	46 234	13 550
MVA	175 843	172 841	178 698	152 615	148 228
CVA	23 638	22 250	48 221	44 158	15 599
RONA	-146,37 %	178,18 %	249,71 %	67,30 %	18,29 %
CFROI	171,40%	63,80%	94,60%	41,90%	17,10%
CROGA	256,56%	63,51%	90,74%	55,55%	33,76%

Za hlavní moderní ukazatel výkonnosti jsem zvolila ekonomickou přidanou hodnotu vycházející z ekonomických údajů. Všechny ukazatele pracují s náklady na kapitál, nebo dosažené výsledné hodnoty s WACC srovnávají. Výpočet WACC jsem provedla v rámci zjišťování EVA a také při samotném vymezení WACC jsem vycházela z některých údajů ukazatele EVA. Výsledné hodnoty WACC jsem využila i u ostatních měřítek.

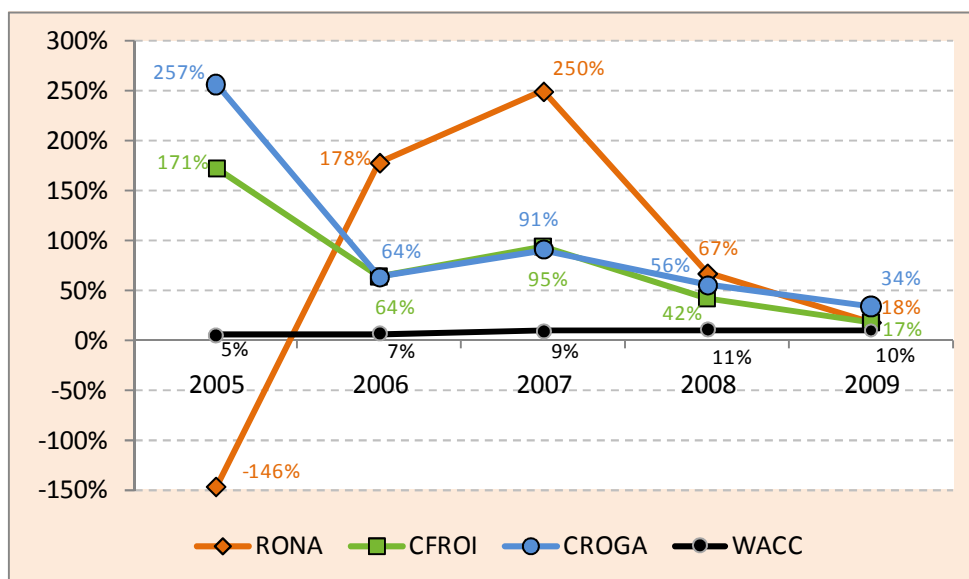
Ukazatel EVA i CVA vykazují téměř stejné hodnoty, CVA je všech letech kromě roku 2008 cca o 2 mil. vyšší než EVA. Kladně můžeme hodnotit skutečnost, že ve všech letech dosahovali ukazatelé kladných hodnot. Rok 2007 hodnotí obě měřítka výkonnosti jako

nejlepší, v těsném závěsu je pak rok 2008. Velký propad nastal v roce 2009, kdy se výkonnost podniku snížila pod úroveň roku 2005 a 2006.



Obr. 18. Ukazatel EVA a CVA. Zdroj [vlastní]

Ukazatel CROGA a CFROI hodnotí výkonnost podniku téměř stejně, průběh jejich výsledků se výrazně liší pouze v roce 2005. Za první tři roky hodnotí výkonnost podniku zcela rozdílně ukazatel RONA. Rok 2005 hodnotí RONA jako nejméně výkonný, po tomto roce nastává obrat k lepším výsledkům a po roce 2007 se RONA přibližuje k ostatním ukazatelům. Všechny tři ukazatele s výjimkou RONA v roce 2005 dosahují vyšších hodnot než WACC, a i po snížení jejich hodnot o WACC dosahují dobrých výsledků.



Obr. 19. Vývoj vybraných moderních ukazatelů a WACC. Zdroj [vlastní]

V případě moderních ukazatelů nejsou výsledky výkonnosti tak jednoznačné. CROGA a CFROI hodnotí nejlépe rok 2005, zbylé ukazatele rok 2007. Všechny ukazatele se ale shodují na průběhu výkonnosti. Od roku 2007 se výkonnost podniku snižuje a jako nejméně výkonný vychází podle moderních ukazatelů rok 2009. V případě ukazatele RONA je nejnižší výkonnost v roce 2005.

8.3 Přínosy a rizika projektu

Firma XY se řadí mezi středně velkou společnost, která působí na velmi konkurenčním trhu. Svoji výkonnost sleduje pomocí několika tradičních ukazatelů a v případě konkurence neprovádí žádná podrobná hodnocení své finanční situace. Přínosem diplomové práce pro ni bude jistě srovnání výsledků finanční analýzy přímo s jejími dvěma konkurenty. Srovnání jsem prováděla ve všech oblastech. Výsledky tohoto porovnání dopadly pro firmu XY poměrně příznivě. Jedna z konkurenčních firem vykazovala lepších hodnot a celkově můžeme firmu XY zařadit na druhé místo.

Co se týká moderních ukazatelů, má firma XY povědomí o ekonomické přidané hodnotě, ale nikdy nebyla její hodnota vypočítána ani sledována. V rámci své práce jsem sledovala několik moderních měřítek, ze kterých si může firma vybrat jeden nebo více ukazatelů a následně sledovat jejich průběh. Vzhledem k tomu, že moderní ukazatele firma nesleduje, poskytují výsledky diplomové práce pro firmu XY zcela nový pohled na její výkonnost.

Řada firem vnímá vlastní kapitál jako formu financování, která podnik nic nestojí. V rámci ukazatele EVA jsem vypočítala náklady na vlastní a cizí kapitál, a také vážené průměrné náklady na kapitál. Pro firmu je jistě přínosné vymezení těchto nákladů, které s výjimkou nákladů na bankovní úvěry nejsou brány v úvahu.

V diplomové práci jsem navazovala na svoji bakalářskou práci, ve které jsem hodnotila výkonnost podniku pomocí ukazatelů finanční analýzy za 12 let existence firmy XY. V rámci své diplomové práce jsem finanční analýzu rozšířila o srovnání s konkurenty. Při spojení všech výsledků dostává firma kompletní přehled o své výkonnosti pomocí tradičních ukazatelů a v posledních pěti letech může výsledné hodnoty srovnat s konkurencí. Toto komplexní srovnání je pro firmu přínosem a také možným nástrojem k lepšímu řízení. Zcela nový pohled na výkonnost získá firma pomocí moderních ukazatelů, které dosud nesledovala. Věnovala jsem se ukazatelům jak v absolutním, tak procentní vyjádření a je na zvážení firmy, která forma je pro ni vhodnější.

Za riziko projektu můžeme považovat vstupní údaje. V případě tradičních ukazatelů jsem vycházela z účetních dat, které mohou být do určité míry ovlivněny z důvodu daňové optimalizace. Při výpočtu moderních měřítek jsem naopak nemusela provést všechny možné úpravy účetních údajů. Firma XY se s moderními ukazateli setkala poprvé a problematika moderních ukazatelů byla pro ni nová. V případě znalosti moderních ukazatelů pracovníky firmy XY, mohly být provedeny jiné další úpravy účetních dat. Vzhledem k tomu, že ve firmě XY nepracuji, můžu mít na některé situace subjektivní pohled. Rizikem moderních ukazatelů je také náročnost úprav, která může manažery společnosti odradit.

Je pravděpodobné, že výkonnost bude dále sledována pomocí několika zaběhlých ukazatelů a moderní ukazatele nebudou vůbec využívány. Jak už bylo několikrát uvedeno, ani tradiční ukazatele nejsou považovány za nesprávné. Je na zvážení firmy XY, zda pro ni budou moderní ukazatele přínosné. Pokud se společnost rozhodne využívat i moderní měřítka, doporučuji jí ukazatel EVA. Většina českých publikací se moderními ukazateli příliš nezabývá, a pokud ano, tak největší pozornost věnují právě ukazateli EVA. Pro zahájení měření výkonnosti pomocí EVA považuji české tituly pro společnost za nejvíce srozumitelné. Autoři uvádí řadu příkladů, které se vztahují k podmínkám České republiky a našeho účetnictví.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo vyhodnotit výkonnost firmy XY, s. r. o. Jedná se o středně velkou firmu, která se zabývá výrobou obytných a sanitárních kontejnerů.

V první části práce jsem se věnovala problematice hodnocení výkonnosti po teoretické stránce. Nejdříve jsem se zabývala obecně pojmem výkonnost a řízení hodnoty, poté jsem navázala na způsoby měření výkonnosti. Provedla jsem rozdělení ukazatelů výkonnosti na tradiční neboli klasické a na moderní. V případě klasických ukazatelů jsem se stručně zabývala absolutními, rozdílovými, poměrovými a souhrnnými ukazateli. Jednotlivé ukazatele patřící do uvedených skupin jsem příliš nerozebírala, větší pozornost jsem ale věnovala ukazatelům rentability, cash flow a jednotlivým formám výsledků hospodaření. V případě moderních ukazatelů jsem se nejvíce věnovala ekonomické přidané hodnotě, kde jsem rozebrala i úpravy potřebné pro výpočet. V rámci kapitoly věnující se ukazateli EVA jsem nastínila i postup pro stanovení nákladů na kapitál. Dále jsem více rozebrala ukazatel CFROI a také úpravy potřebné pro výpočet. Z dalších měřítek výkonnosti jsem se zmínila také o MVA, RONA, CROGA, CVA, a dalších.

Na teoretickou část jsem navázala v části praktické. Nejdříve jsem provedla hodnocení výkonnosti pomocí tradičních ukazatelů, kdy jsem využila jako nástroj finanční analýzu. Pro lepší srovnání výsledků firmy XY jsem v rámci praktické části provedla finanční analýzu dvou konkurenčních firem. Tradičními ukazateli jsem hodnotila výkonnost u firmy XY za období 2005 – 2009, a u konkurenčních firem za 4 roky, tedy za období 2005 – 2008. V rámci tohoto období dosáhla firma XY poměrně dobrých výsledků. Silnou stránkou firmy XY je rentabilita, ve které firma dosahuje lepších výsledků než konkurence. Také v případě dosahování zisku vyjádřeného v absolutní hodnotě vykazuje firma XY nejlepších hodnot. Slabou stránkou firmy je likvidita a také dosahuje vyšší míry zadluženosti než konkurence. Dále jsem provedla výpočet ukazatele EVA vycházející z účetních hodnot. Firma XY i přes nejvyšší náklady na vlastní kapitál dosáhla nejvyšších hodnot EVA. Při vyhodnocení všech sledovaných tradičních ukazatelů u všech tří firem, můžeme firmu XY zařadit na střední pozici. V případě hodnocení výkonnosti pouze pomocí ukazatelů rentability, výsledků hospodaření a ukazatele EVA, zařadí se firma XY na první místo. Samostatně jsem hodnotila výkonnost firmy XY v roce 2009. Téměř u všech ukazatelů došlo ke zhoršení výsledných hodnot. I přes nepříznivý vývoj výsledků v roce 2009 vykazuje firma XY dobré úrovně výkonnosti.

Dále jsem se v praktické části práce věnovala moderním ukazatelům výkonnosti. Provedla jsem výpočet ukazatele EVA a více jsem objasnila jednotlivé úpravy, které EVA vyžaduje. V rámci ukazatele EVA jsem vypočítala také náklady na kapitál, které jsem využívala i v dalších výpočtech. Ve všech letech dosáhla firma XY kladných hodnot EVA, společnost tedy přispívala svými aktivitami ke zvýšení hodnoty pro vlastníky. Co se týká nákladů na kapitál, docházelo za sledované období k jejich růstu. Nejdražší kapitál byl v roce 2008, kdy dosáhl hodnoty 10,95 %.

Poté jsem se zabývala ukazatelem RONA, který potvrdil výsledky EVA, s výjimkou roku 2005. V tomto roce dosáhl upravený vlastní kapitál záporných hodnot a tedy i RONA byla záporná. Podle RONA neměla EVA v roce 2005 dosahovat kladných hodnot, firma v tomto roce tedy neměla svými aktivitami přispívat ke zvyšování hodnoty vlastníků. K největšímu zvyšování hodnoty pro vlastníky docházelo v roce 2007, RONA (249 %) i EVA (47 mil. Kč) dosáhly nejvyšších hodnot.

Protože firma XY není veřejně obchodovanou společností, při výpočtu MVA jsem vycházela z budoucích hodnot EVA. I v případě MVA byla opět nejvyšší hodnota v roce 2007 (178 mil. Kč). Dále jsem se věnovala ukazateli CFROI, pro jehož výpočet jsem musela nejprve zjistit hodnoty brutto investic, brutto CF a životnost aktiv. Od roku 2005 se měřítko CFROI snižuje, ze 171 % kleslo v roce 2009 na 17 %. Měřítko CVA, které využívá výpočty z CFROI se jen minimálně lišilo od výsledků EVA. V závěru jsem hodnotila výkonnost podle ukazatele CROGA, který dosáhl téměř stejných výsledků jako CFROI, také vykazuje klesající tendenci. Z 257 % z roku 2005 klesl CROGA na 34 %.

V případě klasických ukazatelů jsem při výpočtu využila konečné stavy jednotlivých položek, na rozdíl od moderních ukazatelů, kde jsem počítala s počátečními stavy. Podle výsledků všech ukazatelů jak tradičních tak moderních, můžeme dojít k jednoznačnému názoru, že nejlepší výkonnosti dosahovala firma XY v roce 2007. Od tohoto roku se výkonnost snižuje, přesto jsou výsledné hodnoty poměrně dobré.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BRIGHAM, E. F., EHRHARDT, M. C. *Financial management : theory and practice*. 11 th ed. Mason, Ohio: Thomson/South-Western, c2005. 1000 s. ISBN 0324224990.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [3] HORVÁTH & PARTNER. *Balanced scorecard v praxi*. Praha: Profess Consulting, 2002. 386 s. ISBN 80-7259-018-9.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. et al. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [7] MARINIČ, P. *Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi*. Praha: Oeconomica, 2008. 191 s. ISBN 978-80-245-1397-3.
- [8] MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [9] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [10] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota*. 1. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [11] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [12] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. 293 s. ISBN 978-80-7318-593-0.
- [13] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.

- [14] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou finančního manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- [15] SYNEK, M., et al. *Manažerská ekonomika*. 4. aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: Grada, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- [16] YOUNG, S. D., O'BYRNE F.S. *EVA and value-based management : a practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.
- [17] WAGNER, J. *Měření výkonnosti: Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. Praha: Grada Publishing, 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Internetové zdroje

- [18] Český statistický úřad [online]. c2010 [cit. 2010-04-05]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ekonomika>>.
- [19] Damodaran online [online]. [cit. 2010-03-26]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- [20] Justice.cz [online]. Dostupné z WWW: <<http://portal.justice.cz/justice2/uvod/uvod.aspx#>>.
- [21] Ministerstvo financí České republiky [online]. c2005 [cit. 2010-04-10]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_52648.html>.
- [22] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. c2005 [cit. 2010-03-16]. Analytické materiály a statistiky. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>>.
- [23] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. c2005 [cit. 2010-03-17]. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2008. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument65939.html>>.
- [24] Pragoecon Consulting [online]. c2002-2008 [cit. 2010-03-16]. Dostupné z WWW: <http://www.pragoecon.cz/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnicky-osob/>
- [25] Interní materiály firmy XY, s. r. o.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
BÚ	Bankovní úvěry
BCF	Brutto Cash Flow
β_N	Beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
β_Z	Beta vlastního kapitálu u zadluženého podniku
C	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Assets Pricing Model)
CF	Peněžní tok (Cash flow)
CFROI	Rentabilita investic založená na peněžních tocích (Cash Flow Return on Investment Capital)
CK	Cizí kapitál
CROGA	Cash flow rentabilita hrubých aktiv (Cash Return on Gross Assets)
CVA	Peněžní přidaná hodnota (Cash Value Added)
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Časové rozlišení
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
E	Vlastní kapitál
EAT	Výsledek hospodaření po zdanění (Earnings After Taxes)
EBT	Výsledek hospodaření před zdaněním (Earnings Before Taxes)
EBIT	Výsledek hospodaření před úroky a zdaněním (Earnings Before Interests and Taxes)
EBITDA	Výsledek hospodaření před úroky, zdaněním a odpisy (Earnings Before Inte-

	rests, Taxes, Depreciation and Amortization)
EPS	Zisk na akcii (Earnings Per Share)
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)
GA	Hrubá aktiva (Gross Assets)
I	Investice
KFM	Krátkodobý finanční majetek
MVA	Tržní přidaná hodnota (Market Value Added)
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva (Net Operating Assets)
NOPAT	Čistý operativní zisk (Net Operating Profit After Tax)
NPV	Čistá současná hodnota (Net Present Value)
NÚ	Nákladové úroky
OATCF	Provozní cash flow po zdanění (Operating After Tax Cash Flow)
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
OP	Opravná položka
PS	Počáteční stav
PV	Současná hodnota (Present Value)
ROA	Rentabilita aktiv (Return on Assets)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)
RONA	Rentabilita čistých aktiv (Return On Net Assets)
ROS	Rentabilita tržeb (Return on Sales)
r_f	Bezriziková úroková míra
$r_{FinStab}$	Riziková prémie za finanční stabilitu
r_{Finstr}	Riziková prémie za finanční strukturu
r_e	Náklady na vlastní kapitál

r_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
r_m	Očekávaná výnosnost trhu
$r_{podnikatelské}$	Riziková prémie za podnikatelské riziko
T	Tržby
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál (Weighted Average Capital Costs)
$WACC_{real}$	Vážené průměrné náklady na kapitál snížené o vliv inflace
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1. Přehled vybraných modelů. Zdroj [2]</i>	23
<i>Obr. 2. Perspektivy konceptu Balanced Scorecard. Zdroj [13]</i>	39
<i>Obr. 3. Struktura aktiv firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	48
<i>Obr. 4. Struktura pasiv firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	49
<i>Obr. 5. Struktura nákladů firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	51
<i>Obr. 6. Dělení EBIT u firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	54
<i>Obr. 7. Vývoj výsledků hospodaření po zdanění. Zdroj [vlastní]</i>	54
<i>Obr. 8. Vývoj ČPK u firmy XY a u konkurenčních firem. Zdroj [vlastní]</i>	56
<i>Obr. 9. Vývoj ukazatelů obratovosti. Zdroj [vlastní]</i>	60
<i>Obr. 10. Porovnání finančních ukazatelů firmy XY s konkurenčními firmami jako s benchmarkem za rok 2008. Zdroj [vlastní]</i>	66
<i>Obr. 11. Vývoj indexu IN99 u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]</i>	68
<i>Obr. 12. Vývoj Altmanova modelu u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]</i>	69
<i>Obr. 13. Vývoj EVA a nákladů na vlastní kapitál. Zdroj [vlastní]</i>	70
<i>Obr. 14. Vývoj EVA podle ekonomického modelu. Zdroj [vlastní]</i>	87
<i>Obr. 15. Vývoj EVA podle účetního modelu dle MPO ČR. Zdroj [vlastní]</i>	88
<i>Obr. 16. Vývoj ukazatele CVA. Zdroj [vlastní]</i>	97
<i>Obr. 17. Vývoj vybraných klasických ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]</i>	99
<i>Obr. 18. Ukazatel EVA a CVA. Zdroj [vlastní]</i>	101
<i>Obr. 19. Vývoj vybraných moderních ukazatelů a WACC. Zdroj [vlastní]</i>	101

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1. Výnosy z běžné činnosti. Zdroj [vlastní]</i>	42
<i>Tab. 2. Vývoj počtu zaměstnanců. Zdroj [vlastní]</i>	43
<i>Tab. 3. SWOT analýza firmy XY, s. r. o. Zdroj [vlastní]</i>	44
<i>Tab. 4. Vývoj obchodní marže. Zdroj [vlastní]</i>	52
<i>Tab. 5. Vývoj hospodářského výsledku firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	53
<i>Tab. 6. Vývoj peněžních toků. Zdroj [vlastní]</i>	55
<i>Tab. 7. Vývoj čistého pracovního kapitálu firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	56
<i>Tab. 8. Běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Zdroj [vlastní]</i>	57
<i>Tab. 9. Podíl ČPK na oběžných aktivech. Zdroj [vlastní]</i>	58
<i>Tab. 10. Obrat aktiv. Zdroj [vlastní]</i>	58
<i>Tab. 11. Doba obratu zásob. Zdroj [vlastní]</i>	59
<i>Tab. 12. Doba obratu pohledávek a závazků. Zdroj [vlastní]</i>	59
<i>Tab. 13. Vývoj celkové zadluženosti a míry zadluženosti. Zdroj [vlastní]</i>	61
<i>Tab. 14. Úrokové krytí. Zdroj [vlastní]</i>	62
<i>Tab. 15. Ukazatelé financování dlouhodobého majetku. Zdroj [vlastní]</i>	62
<i>Tab. 16. Využití leasingu ve firmě XY. Zdroj [vlastní]</i>	63
<i>Tab. 17. Rentabilita aktiv a vlastního kapitálu. Zdroj [vlastní]</i>	63
<i>Tab. 18. Rentabilita tržeb a úplatného kapitálu. Zdroj [vlastní]</i>	64
<i>Tab. 19. Rozklad ukazatel ROE u firmy XY. Zdroj [vlastní]</i>	65
<i>Tab. 20. Vysvětlení zkratk k obr. 10. Zdroj [vlastní]</i>	66
<i>Tab. 21. Vývoj indexu IN99 u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]</i>	68
<i>Tab. 22. Vývoj Altmanova modelu u analyzovaných firem. Zdroj [vlastní]</i>	69
<i>Tab. 23. Výpočet EVA vycházející z účetních hodnot. Zdroj [vlastní]</i>	70
<i>Tab. 24. Přehled neoperativních aktiv. Zdroj [vlastní]</i>	75
<i>Tab. 25. Současné hodnoty leasingových splátek. Zdroj [vlastní]</i>	75
<i>Tab. 26. Aktivace nákladů na marketing. Zdroj [vlastní]</i>	76
<i>Tab. 27. Aktivace nákladů na vzdělání a školení pracovníků. Zdroj [vlastní]</i>	76
<i>Tab. 28. Aktivace nákladů na informační systémy. Zdroj [vlastní]</i>	77
<i>Tab. 29. Nadbytečné rezervy. Zdroj [vlastní]</i>	77
<i>Tab. 30. Přehled neúročených cizích zdrojů. Zdroj [vlastní]</i>	77
<i>Tab. 31. Výpočet NOA v jednotlivých letech. Zdroj [vlastní]</i>	78
<i>Tab. 32. Vývoj kapitálu v jednotlivých letech. Zdroj [vlastní]</i>	78

Tab. 33. Vývoj nákladových úroků. Zdroj [vlastní]	79
Tab. 34. Vývoj VH z prodeje dlouhodobého majetku, tvorba a rozpouštění rezerv. Zdroj [vlastní]	79
Tab. 35. Úprava NOPAT o aktivované náklady. Zdroj [vlastní]	80
Tab. 36. Vymezení NOPAT. Zdroj [vlastní]	80
Tab. 37. Určení nákladů na VK pomocí metody CAPM. Zdroj [vlastní]	81
Tab. 38. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu v odvětví. Zdroj [22]	82
Tab. 39. Odvození nákladů na VK z nákladů na CK. Zdroj [vlastní]	82
Tab. 40. Určení nákladů na VK pomocí stavebnicové metody. Zdroj [vlastní]	83
Tab. 41. Určení průměrných nákladů na VK. Zdroj [vlastní]	83
Tab. 42. Náklady na bankovní úvěry (1. způsob). Zdroj [vlastní]	84
Tab. 43. Náklady na bankovní úvěry (2. způsob). Zdroj [vlastní]	84
Tab. 44. Náklady na bankovní úvěr (3. způsob). Zdroj [vlastní]	85
Tab. 45. Náklady na bankovní úvěr. Zdroj [vlastní]	85
Tab. 46. Odhadnutá úroková sazba leasingu. Zdroj [vlastní]	85
Tab. 47. Průměrné náklady dluhu. Zdroj [vlastní]	86
Tab. 48. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál. Zdroj [vlastní]	86
Tab. 49. Výpočet EVA podle ekonomického modelu. Zdroj [vlastní]	87
Tab. 50. Vývoj hodnoty EVA a odhad v dalších letech. Zdroj [vlastní]	89
Tab. 51. Výsledné hodnoty ukazatele MVA. Zdroj [vlastní]	89
Tab. 52. Upravený dlouhodobý majetek brutto. Zdroj [vlastní]	90
Tab. 53. Výpočet životnosti aktiv. Zdroj [vlastní]	90
Tab. 54. Úprava dlouhodobých aktiv o inflaci. Zdroj [vlastní]	91
Tab. 55. Výpočet reálné diskontní míry. Zdroj [vlastní]	92
Tab. 56. Výpočet odepisovaných aktiv. Zdroj [vlastní]	92
Tab. 57. Výpočet monetárních aktiv. Zdroj [vlastní]	93
Tab. 58. Výpočet neúročených závazků. Zdroj [vlastní]	93
Tab. 59. Výpočet neodepisovaného majetku. Zdroj [vlastní]	94
Tab. 60. Vymezení brutto investiční báze. Zdroj [vlastní]	94
Tab. 61. Výpočet zisku/ztráty z monetárních aktiv. Zdroj [vlastní]	95
Tab. 62. Výpočet brutto cash flow. Zdroj [vlastní]	95
Tab. 63. Výpočet ukazatele CFROI. Zdroj [vlastní]	96
Tab. 64. Vymezení ukazatele CFROI pred. Zdroj [vlastní]	96

<i>Tab. 65. Výpočet ukazatele CVA. Zdroj [vlastní]</i>	<i>97</i>
<i>Tab. 66. Výpočet hrubých aktiv. Zdroj [vlastní]</i>	<i>98</i>
<i>Tab. 67. Výpočet provozního cash flow po zdanění. Zdroj [vlastní]</i>	<i>98</i>
<i>Tab. 68. Vymezení ukazatele CROGA. Zdroj [vlastní]</i>	<i>98</i>
<i>Tab. 69. Vývoj vybraných klasických ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]</i>	<i>99</i>
<i>Tab. 70. Vývoj vybraných moderních ukazatelů výkonnosti. Zdroj [vlastní]</i>	<i>100</i>

SEZNAM PŘÍLOH

PŘÍLOHA P I: ZKRÁCENÁ ROZVAHA A VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY FIRMY XY

PŘÍLOHA P II: ZKRÁCENÁ ROZVAHY A VÝKAZY ZISKU A ZTRÁTY
FIRMY A a FIRMY B

PŘÍLOHA P III: UKAZATELE AKTIVITY FIRMY A a FIRMY B, ROZKLAD ROE
FIRMY A a FIRMY B

PŘÍLOHA P IV: DALŠÍ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY

PŘÍLOHA P V: RAITING SPOLEČNOSTÍ A VÝVOJ INDEXU CEN VÝROBCŮ
V ČESKÉ REPUBLICCE

PŘÍLOHA P I: ZKRÁCENÁ ROZVAHA A VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY FIRMY XY

Rozvaha

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva celkem	111 335	114 919	183 151	241 380	314 910
Pohledávky za upsaný ZK	2 000				
Dlouhodobý majetek	25 886	32 398	79 141	129 553	109 018
DNM	5 784	1 054	706	506	2 352
DHM	20 102	31 344	78 435	129 047	106 666
DFM					
Oběžná aktiva	83 281	82 258	103 896	111 705	204 835
Zásoby	24 472	26 654	24 138	30 542	20 882
Dlouhodobé pohledávky	12 506	1 538	1 504	1 699	6 466
Krátkodobé pohledávky	40 890	46 260	64 563	72 049	163 691
KFM	5 413	7 806	13 691	7 415	13 796
Časové rozlišení	168	263	114	122	1 057
Pasiva celkem	111 335	114 919	183 151	241 380	314 910
Vlastní kapitál	4 785	19 138	63 109	96 533	117 672
Základní kapitál	11 345	11 345	11 345	11 345	11 345
Kapitálové fondy					
Rezervní fondy, ...	735	935	1 135	1 135	1 135
VH minulých let	-28 223	-12 014	3 358	45 179	80 738
VH běžného účetního období	20 928	18 872	47 271	38 874	24 454
Cizí zdroje	106 395	95 627	119 646	144 540	196 969
Rezervy		2 064	4 128	22 442	24 885
Dlouhodobé závazky	17 000	17 000	467	1 416	1 646
Krátkodobé závazky	89 395	76 563	98 382	87 374	119 455
Bankovní úvěry a výpomoci			16 669	33 308	50 983
Bankovní úvěry dlouhodobé			15 000	20 167	13 667
Krátkodobé bankovní úvěry			1 669	13 141	37 316
Časové rozlišení	155	154	396	307	269

Výkaz zisku a ztráty

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	455	564		2 053	0
Výkony	273 995	369 031	458 125	469 609	401 216
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	275 801	363 497	456 012	468 270	401 342
Tržby z prodeje DM a materiálu	5 613	4 666	8 211	7 429	6 403
Ostatní provozní výnosy	2 921	3 144	1 445	3 976	2 757
Ostatní finanční výnosy	1 382	2 174	9 051	20 529	4 981
Ostatní výnosy	3	4	2	4	1
Výnosy	284 369	379 583	476 834	503 600	415 358
Náklady vynaložené na prodané zboží	824	1 048		400	0
Výkonová spotřeba	203 671	286 387	330 697	332 410	270 126
Osobní náklady	43 370	55 752	67 735	71 424	62 476
Daně a poplatky	224	147	205	224	266
Odpisy DHM a DNM	1 325	1 545	2 302	6 167	8 427
ZC prodaného DM a materiálu	2 780	2 352	3 331	4 749	1 956
Změna stavu rezerv a OP v provoz.oblasti ...	-322	332	-1 258	-2 050	3 061
Ostatní provozní náklady	2 250	4 190	6 281	2 596	4 147
Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti				20 000	0
Nákladové úroky	172	38	371	1 071	1 392
Ostatní finanční náklady	2 832	3 440	5 024	11 291	31 459
Daň za příjmy za běžnou činnost	6 315	5 480	14 875	16 444	7 594
Náklady	263 441	360 711	429 563	464 726	390 904

PŘÍLOHA P II: ZKRÁCENÉ ROZVAHY A VÝKAZY ZISKŮ A ZTRÁTY FIRMY A a FIRMY B

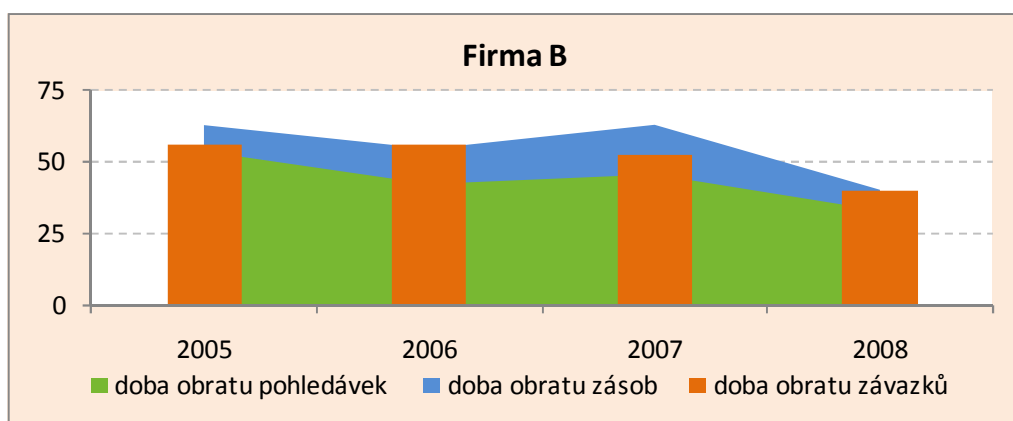
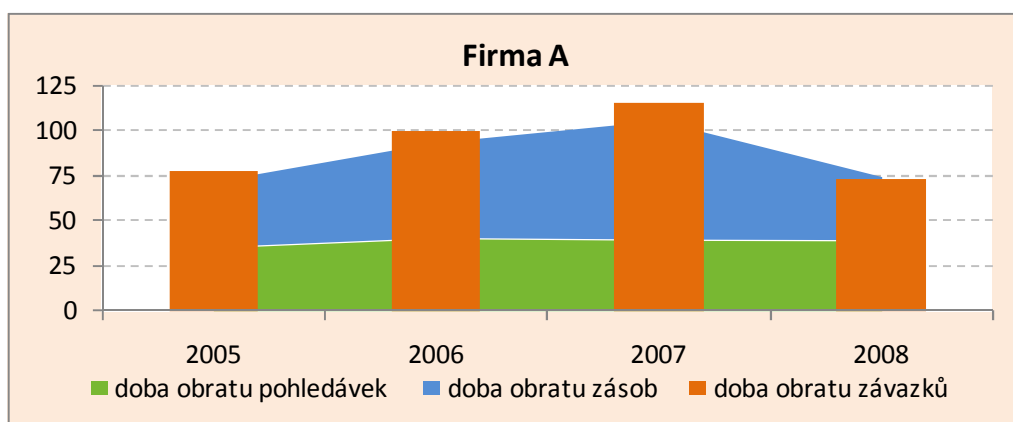
Rozvaha

v tis. Kč	Firma A				Firma B			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Aktiva celkem	229 652	252 832	303 749	335 127	47 916	75 546	103 338	120 171
DM	91 962	94 809	88 122	160 859	1 777	3 718	5 989	13 172
DNM	563	340	218	42 822				
DHM	78 677	77 658	68 079	92 914	1 777	3 718	5 959	13 172
DFM	12 722	16 811	19 825	25 123				
Oběžná aktiva	135 941	156 413	213 718	172 514	45 915	71 539	96 734	106 540
Zásoby	61 309	79 726	108 822	68 120	4 214	7 988	14 177	7 061
Dlouhodobé pohledávky	0	284	284	284	126	45	3 123	1 938
Krátkodobé pohledávky	58 374	59 819	63 799	74 490	24 899	27 920	37 762	32 192
KFM	16 258	16 584	40 813	29 620	16 676	35 586	41 672	65 349
Časové rozlišení	1 749	1 610	1 909	1 754	224	289	615	459
Pasiva celkem	229 652	252 832	303 749	335 127	47 916	75 546	103 338	120 171
Vlastní kapitál	89 400	97 901	105 158	176 375	22 068	38 701	59 006	80 584
Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	100	100	100	100
Kapitálové fondy	12 661	16 750	19 764	80 119	4 623	4 623	3 623	2 623
Rezervní fondy, ...	11 341	11 341	11 341	11 341	613	612	613	613
VH minulých let	8 764	15 398	13 424	24 052	11 227	15 556	31 012	54 746
VH běžného úč. období	6 634	4 412	10 629	10 863	5 505	17 810	23 658	22 502
Cizí zdroje	139 290	153 822	198 031	158 717	25 746	36 395	43 282	38 697
Rezervy				0				
Dlouhodobé závazky	4 944	4 522	8 714	18 218				
Krátkodobé závazky	129 995	149 300	189 317	140 499	25 746	36 395	43 282	38 697
BÚ a výpomoci	4 351			0				
Časové rozlišení	962	1 109	560	35	102	450	1 050	890

Výkaz zisku a ztráty

v tis. Kč	Firma A				Firma B			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Tržby za prodej zboží	40 505	14 569	31 276	35 722	3 538	4 515	10 000	13 344
Výkony	591 390	536 710	588 309	624 253	160 670	232 594	287 578	332 673
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	564 098	524 726	558 295	659 005	162 534	231 012	285 481	334 351
Tržby z prodeje DM a materiálu	23 889	18 765	24 352	18 249	1 239	743	3 809	2 225
Ostatní provozní výnosy	3 317	1 893	1 647	765	206	728	807	1 020
Ostatní finanční výnosy	7 373	4 195	8 971	21 239	277	451	2 755	0
Ostatní výnosy	933	2 182	563	701		58	318	806
Výnosy	667 407	578 314	655 118	700 929	167 973	239 089	305 267	350 068
Náklady vynaložené na prodané zboží	31 357	10 472	22 258	28 757	3 178	3 496	8 163	10 616
Výkonová spotřeba	528 009	466 205	514 432	542 086	147 651	199 139	243 462	282 408
Osobní náklady	58 935	56 726	63 220	69 800	4 152	5 877	11 859	18 131
Daně a poplatky	233	265	289	199	20	34	76	77
Odpisy DNM, DHM	8 433	10 222	9 505	9 533	359	916	1 016	1 131
ZC prodaného DM a materiálu	20 491	15 735	20 893	15 701	479	517	2 438	1 318
Změna st. rezerv a OP v provoz. oblasti	-1 461	2 831	-334	-184		117	730	2 017
Ostatní provozní náklady	4 124	3 117	2 648	3 818	1 285	1 808	2 867	5 147
Změna st. rezerv a OP ve finan. oblasti	0		0		178		0	
Nákladové úroky	552	257				0	2	
Ostatní finanční náklady	7 945	5 068	8 757	17 541	2 640	3 639	3 345	479
Daň za příjmy za běžnou činnost	2 155	1 788	2 821	2 815	2 526	5 736	7 651	6 242
Ostatní náklady		1 216	0			0	0	0
Náklady	660 773	573 902	644 489	690 066	162 468	221 279	281 609	327 566

PŘÍLOHA P III: UKAZATELE AKTIVITY FIRMY A a FIRMY B
ROZKLAD ROE FIRMY A a FIRMY B



Firma A	2005	2006	2007	2008
EBIT/Tržby	0,02	0,01	0,02	0,02
Tržby / Aktiva	2,63	2,13	1,94	2,07
EBT/EBIT	0,94	0,96	1,00	1,00
Aktiva/VK	2,57	2,58	2,89	1,90
ČZ/EBT	0,75	0,71	0,79	0,79
ROE	7,42%	4,51%	10,11%	6,16%

Firma B	2005	2006	2007	2008
EBIT/Tržby	0,05	0,10	0,11	0,08
Tržby / Aktiva	3,47	3,12	2,86	2,89
EBT/EBIT	1,00	1,00	1,00	1,00
Aktiva/VK	2,17	1,95	1,75	1,49
ČZ/EBT	0,69	0,76	0,76	0,78
ROE	24,95%	46,02%	40,09%	27,92%

PŘÍLOHA P IV: DALŠÍ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY

		2005	2006	2007	2008	2009
Přidaná hodnota/počet zaměstnanců	Firma XY	510,6	510,3	772,3	807,3	819,3
	Firma A	310,0	328,6	358,9	382,5	
	Firma B	-	1436,4	883,7	981,4	
Tržby/počet zaměstnanců	Firma XY	2016,5	2261,2	2763,7	2734,4	2508,4
	Firma A	2583,8	2375,7	2552,3	2981,7	
	Firma B	-	9813,6	5684,2	6438,8	
Osobní náklady/počet zaměstnanců	Firma XY	316,6	346,3	410,5	415,3	390,5
	Firma A	251,9	249,9	273,7	299,6	
	Firma B	-	244,9	228,1	335,8	

		2005	2006	2007	2008	2009
Výkonová spotřeba/výnosy	Firma XY	71,6%	75,4%	69,4%	66,0%	65,0%
	Firma A	79,1%	80,6%	78,5%	77,3%	
	Firma B	87,9%	83,3%	79,8%	80,7%	
Osobní náklady/Výnosy	Firma XY	15,3%	14,7%	14,2%	14,2%	15,0%
	Firma A	8,8%	9,8%	9,7%	10,0%	
	Firma B	2,5%	2,5%	3,9%	5,2%	
Odpisy/Výnosy	Firma XY	0,5%	0,4%	0,5%	1,2%	2,0%
	Firma A	1,3%	1,8%	1,5%	1,4%	
	Firma B	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%	
Nákladové úroky/Výnosy	Firma XY	0,1%	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%
	Firma A	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	
	Firma B	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Přidaná hodnota/ Výnosy	Firma XY	24,6%	21,6%	26,7%	27,6%	31,6%
	Firma A	10,9%	12,9%	12,7%	12,7%	
	Firma B	9,2%	14,4%	15,1%	15,1%	

		2005	2006	2007	2008	2009
Osobní náklady/Přidaná hodnota	Firma XY	62,0%	67,9%	53,2%	51,4%	47,7%
	Firma A	81,3%	76,0%	76,3%	78,3%	
	Firma B	27,0%	17,0%	25,8%	34,2%	
Odpisy/Přidaná hodnota	Firma XY	1,9%	1,9%	1,8%	4,4%	6,4%
	Firma A	11,6%	13,7%	11,5%	10,7%	
	Firma B	2,3%	2,7%	2,2%	2,1%	
Nákladové úroky/Přidaná hodnota	Firma XY	0,2%	0,0%	0,3%	0,8%	1,1%
	Firma A	0,8%	0,3%	0,0%	0,0%	
	Firma B	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VH před zd./Přidaná hodnota	Firma XY	38,9%	29,6%	48,8%	39,8%	24,4%
	Firma A	12,1%	8,3%	16,2%	15,3%	
	Firma B	52,2%	68,3%	68,1%	54,2%	

PŘÍLOHA P V: RAITING SPOLEČNOSTÍ A VÝVOJ INDEXU CEN VÝROBCŮ V ČESKÉ REPUBLICE

Úrokové krytí	Rating	Doporučená přírážka k aktuální výkonnosti státních dluhopisů
Menší a rizikovější podniky		
více než 12,5	AAA	0,50%
9,50 - 12,49	AA	0,75%
7,50 - 9,49	A+	1,00%
6,00 - 7,49	A	1,25%
4,50 - 5,99	A-	1,50%
4,00 - 4,99	BBB	2,00%
3,50 - 3,99	BB+	3,50%
3,00 - 3,49	BB	4,00%
2,50 - 2,99	B+	4,25%
2,00 - 2,49	B	5,25%
1,50 - 1,99	B-	5,50%
1,25 - 1,49	CCC	8,50%
0,80 - 1,249	CC	10,00%
0,50 - 0,79	C	12,00%
méně než 0,49	D	15,00%

index cen výrobců	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	59,8	65,1	68,8	73,9	77,5	81,4	85,3	86,2	90,4
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	92,9	92,4	91,9	97,0	100,0	101,6	105,8	110,5	107,0