

Projekt hodnocení výkonnosti v podniku XYZ, a.s.

Bc. Šárka Čechmanová

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: Šárka ČECHMANOVÁ
Osobní číslo: M08372
Studijní program: N 6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance

Téma práce: Projekt hodnocení výkonnosti v podniku XYZ, a.s.

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše popište metody hodnocení výkonnosti podniku.

II. Praktická část

- Charakterizujte vnější a vnitřní podmínky pro hospodaření společnosti XYZ, a.s.
- Analyzujte výkonnosti podniku na základě tradičních i moderních ukazatelů.
- Vypracujte a zhodnoťte projekt zavedení vybraného konceptu hodnocení výkonnosti společnosti XYZ, a.s.

Závěr

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

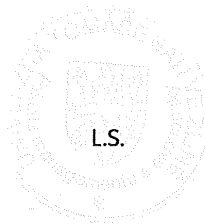
Seznam odborné literatury:

- [1] FIBÍROVÁ, J., ŠOLJAKOVÁ, L. Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku. 1. vydání. Praha: ASPI, 2005. 263 s. ISBN 80-7357-084-X.
[2] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Oeconomica, 2008. 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
[3] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. 164s. ISBN 80-86119-61-0.
[4] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 1. vydání. Praha: Linde nakladatelství s.r.o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
[5] RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: Grada, 2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Daniel Remeš, 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

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby ¹⁾;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 ²⁾;
- podle § 60 ³⁾ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 ³⁾ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně 27.4.2010

.....

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

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

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

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

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či 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 užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku 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 vyšší výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Tato práce se zabývá hodnocením výkonnosti společnosti XYZ, a.s. Teoretická část obsahuje informace o tradičních metodách měření výkonnosti, a následně pak o moderních konceptech, které se snaží odstranit jejich nedostatky. Praktická část obsahuje představení společnosti a zhodnocení její výkonnosti tradičními metodami. Dále jsou pak vybrány vhodné moderní metody hodnocení výkonnosti a sestaven návrh hodnocení výkonnosti společnosti do budoucna.

Klíčová slova: Hodnota, výkonnost, finanční analýza, ekonomická přidaná hodnota, CFROI

ABSTRACT

This thesis concerned with XYZ company performance rating. The teoretical part includes information about traditional methods of company performance rating and afterwards information about modern concepts, witch endeavour to dismentle insufficiency of such methods. There is a company introduction and the evaluation of its performance by traditional methods in the practical part. Furthermore I choose suitable modern methods of company perfomace rating and draw up a proposal of company performance rating in future.

Keywords: Value, performance, Economic Value Added, Financial analysis, CFROI

Děkuji společnosti XYZ, a.s. za umožnění zpracování diplomové práce a především paní Ing. Gabriele Syrové za poskytnuté informace a čas, který mi věnovala. Dále také panu Ing. Danielu Remešovi, Ph.D. za odborné rady v průběhu zpracovávání této práce.

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

OBSAH

ÚVOD	12
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 HODNOTA A VÝKONNOST	14
1.1 HODNOTA.....	14
1.2 VÝKONNOST.....	14
1.2.1 Výkonnost z pohledu vlastníků	15
1.2.2 Výkonnost z pohledu manažera	15
1.2.3 Výkonnost podniku z pohledu zákazníka.....	15
1.2.4 Shareholder Valua a Stakeholder Value.....	15
2 KLASICKÉ UKAZATELE FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	17
2.1 UKAZATELE ZISKU.....	17
2.1.1 Čistý zisk (EAT).....	17
2.1.2 Zisk před zdaněním (EBT).....	17
2.1.3 Zisk před úroky a zdaněním (EBIT).....	17
2.1.4 Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA)	17
2.2 UKAZATELE CASH FLOW	18
2.2.1 Využití cash flow	18
2.2.2 Druhy cash flow	18
2.3 UKAZATELE RENTABILITY	19
3 FINANČNÍ ANALÝZA	20
3.1 VZNIK A VÝVOJ FINANČNÍ ANALÝZY.....	20
3.2 UŽIVATELÉ FINANČNÍ ANALÝZY	20
3.2.1 Externí finanční analýza.....	20
3.2.2 Interní finanční analýza	21
3.3 ZDROJE INFORMACÍ PRO FINANČNÍ ANALÝZU.....	21
3.4 TECHNIKY A METODY FINANČNÍ ANALÝZY	22
3.4.1 Absolutní ukazatele	22
3.4.1.1 Rozdílové ukazatele.....	23
3.4.2 Paralelní soustava poměrových ukazatelů.....	23
3.4.2.1 Ukazatele rentability	23
3.4.2.2 Ukazatele likvidity	25
3.4.2.3 Ukazatele aktivity	27
3.4.2.4 Ukazatele zadluženosti	28
3.4.2.5 Ukazatele kapitálového trhu	29
3.4.3 Pyramidová soustava poměrových ukazatelů.....	30
3.4.3.1 Du Pont diagram	30
3.4.4 Souhrnné ukazatele	30
3.5 FORMY A SROVNATELNOST ÚDAJŮ FINANČNÍ ANALÝZY.....	31
3.5.1 Horizontální analýza	31
3.5.2 Vertikální analýza.....	31

4	MODERNÍ PŘÍSTUPY K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI	32
4.1	DISKONTOVANÉ CASH FLOW (DCF)	32
4.1.1	Čistá současná hodnota (NPV).....	33
4.1.2	Vnitřní výnosové procento (IRR).....	33
4.2	TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA (MVA)	34
4.3	EXCESS RETURN.....	34
4.4	TOTAL SHAREHOLDER RETURN (TSR).....	35
4.5	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (EVA)	35
4.5.1	Propočet základních položek EVA	36
4.5.1.1	Čistá operativní aktiva (NOA).....	36
4.5.1.2	Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)	37
4.5.1.3	Výpočet nákladů na kapitál.....	38
4.5.2	Pyramidový rozklad ukazatele EVA	39
4.5.3	Možnosti zvyšování ukazatele EVA	39
4.6	CASH FLOW NÁVRATNOST INVESTOVANÉHO KAPITÁLU (CFROI)	39
4.6.1	Stanovená vstupů pro výpočet CFROI.....	40
4.6.2	Investice	40
4.6.3	Brutto cash flow	40
4.7	AKCIONÁŘSKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (SVA).....	41
4.8	RETURN ON NET ASSETS (RONA).....	41
4.9	CASH FLOW RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV (CROGA).....	42
4.10	BALANCED SCORECARD (BSC).....	42
4.10.1	Bariéry zavedení BSC	43
4.11	ZÁVĚR K MODERNÍM METODÁM	43
II	PRAKTICKÁ ČÁST	45
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	46
5.1	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA SPOLEČNOSTI.....	47
6	ANALÝZA VNĚJŠÍCH PODMÍNEK.....	49
6.1	ODVĚTVÍ STAVEBNICTVÍ.....	49
6.2	SWOT ANALÝZA.....	50
6.3	PORTERŮV MODEL PĚTI KONKURENČNÍCH SIL.....	51
6.3.1	Vstup nových konkurentů do odvětví	51
6.3.2	Rivalita mezi stávajícími konkurenty.....	51
6.3.3	Smluvní síla dodavatelů	52
6.3.4	Smluvní síla odběratelů.....	52
6.3.5	Hrozba substitutů	52
7	FINANČNÍ ANALÝZA	53

7.1	MAJETKOVÁ A FINANČNÍ STRUKTURA PODNIKU (ROZBOR ROZVAHY)	53
7.2	ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ (VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY)	56
7.3	ANALÝZA HOSPODÁŘSKÉHO VÝSLEDKU	57
7.4	ANALÝZA ČISTÉHO PRACOVNÍHO KAPITÁLU	58
7.5	ANALÝZA ZADLUŽENOSTI, MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY	59
7.6	ANALÝZA LIKVIDITY	60
7.7	ANALÝZA RENTABILITY	62
7.7.1	Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (multiplikátor VK).....	62
7.8	ANALÝZA AKTIVITY	63
7.9	SPIDER ANALÝZA.....	64
7.10	DALŠÍ UKAZATELE.....	66
7.11	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	67
7.11.1	Altmanovo Z-skóre	67
7.11.2	Index IN.....	68
7.12	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA – EVA.....	69
7.13	SOUSTAVY POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	70
7.14	ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY	70
8	VYUŽITÍ MODERNÍCH UKAZATELŮ PRO HODNOCENÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XYZ, A.S.....	73
8.1	VYUŽITÍ KONCEPTU EVA	73
8.1.1	Vymezení NOA.....	73
8.1.1.1	Aktivace položek	73
8.1.1.2	Vyčlenění neoperativních aktiv	74
8.1.1.3	Neúročený cizí kapitál	74
8.1.2	Vymezení NOPAT	75
8.1.3	Vymezení C.....	76
8.1.4	Výpočet WACC	76
8.1.5	Výpočet EVA	82
8.1.6	Pyramidový rozklad ukazatele EVA	83
8.2	RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV (RONA)	84
8.3	CASH FLOW RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV (CROGA).....	85
8.4	CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI).....	85
8.4.1	Životnost aktiv	85
8.4.2	Investice	86
8.4.2.1	Odepisovaný majetek.....	86
8.4.2.2	Neodepisovaný majetek	87
8.4.2.3	Brutto investiční báze	87
8.4.3	Brutto cash flow	87
8.4.4	Výpočet CFROI.....	88
8.4.5	CFROI _{spread}	88

8.5	BALANCED SCORECARD (BSC).....	89
8.5.1	Stanovení cílů v jednotlivých oblastech BSC	89
8.6	ZHODNOCENÍ MODERNÍCH UKAZATELŮ VÝKONNOSTI.....	92
9	SROVNÁNÍ KLASICKÝCH A MODERNÍCH MĚŘÍTEK VÝKONNOSTI A DOPORUČENÍ.....	95
	ZÁVĚR	98
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	99
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	102
	SEZNAM OBRÁZKŮ	103
	SEZNAM TABULEK.....	104
	SEZNAM PŘÍLOH.....	107

ÚVOD

Výkonnost podniku je dnes často používaným výrazem. Jeho význam je v podstatě jednoduchý. Značí schopnost jednotky dosahovat určitých výsledků srovnatelných na základě určitých daných kritérií s výsledky jiných jednotek.

Cestou k úspěchu je tedy v dnešním globálním světě, snaha o zvyšování výkonnosti (konkurenceschopnosti), které lze dosáhnout zaujmutím správné strategie, vhodným využíváním zdrojů – finančních, informačních i lidských a aktivním využíváním systému měření a řízení výkonnosti.

Přístupů k měření finanční výkonnosti se vyvinulo několik. Ty klasické se vyvíjely od měření ziskových marží a růstu zisku až k měření rentability investovaného kapitálu. Jejich problémem je především vypovídací schopnost účetních výkazů, orientace na historické účetnictví a vliv inflace. Tyto nedostatky se snaží odstranit moderní koncepty měření výkonnosti, které se zaměřují především na maximalizaci hodnoty podniku.

Hlavním cílem mé práce je zhodnocení výkonnosti v podniku XYZ, a.s. a navrhnutí vhodného konceptu pro její měření.

V teoretické části se zaměřím na vymezení pojmů hodnota a výkonnost. Uvedu klasické ukazatele měření výkonnosti a jejich nedostatky. Dále se budu zabývat charakteristikou moderních ukazatelů a postupem jejich výpočtu, který bude doplněn o stanovení nákladů kapitálu, které jsou nutnou vstupní veličinou pro některé z nich.

V úvodu praktické části je přestavena společnost XYZ, a.s. a odvětví, ve kterém se nachází. Následuje pracování finanční analýzy a výběr vhodných moderních ukazatelů, které je možné aplikovat na vybranou společnost. Dále pak provedu srovnání výkonnosti společnosti dle klasických a moderních metod. A v závěru navrhu doporučení vhodného ukazatele pro hodnocení a řízení výkonnosti společnosti XYZ, a.s.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 HODNOTA A VÝKONNOST

1.1 Hodnota

V dnešní době se stále více ztotožňuje úspěch podniku s tvorbou hodnoty. Tento přístup k řízení sleduje růst hodnoty podniku jako základní cíl podnikání.

Řízení podniku zaměřené na maximalizaci hodnoty znamená, že podnik usiluje o co největší přínos pro vlastníky, a to jak v podobě podílů na zisku, tak ve formě výnosů plynoucích z růstu ceny vlastnických podílů.

Základem pro hodnocení investic a jejich efektivnosti je čistá současná hodnota (NPV). Na základě ní zjistíme, nakolik dané rozhodnutí přispívá nebo naopak škodí investorům.

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

Kde:

PV (Present Value) = současná hodnota budoucích užiteků z investice

I (investment) = výše investice

Investor chce, aby mu investice vynesla víc, než kolik ho tato samotná investice stála, tzn. musí platit: $NPV > 0$. Pro vlastníka je tedy cestou k maximalizaci výkonnosti podniku, maximalizace jeho čisté současné hodnoty.

„Současná hodnota podniku pro vlastníka v sobě odráží hodnotu budoucích peněžních toků, které lze z činností podniku očekávat, přepočítanou na jejich současnou hodnotu.“

[17] Tento přepočet v sobě odráží podstupované riziko i časovou hodnotu peněz.

Časová hodnota peněz nám říká, že koruna získaná dnes je hodnotnější než koruna získaná v budoucnu. Důvodem je možnost tuto korunu investovat a získat výnos z této investice.

[17]

1.2 Výkonnost

Výkonnost podniku lze chápat jako schopnost podniku co nejlépe zhodnotit investice, které do něj byly vloženy. Z tohoto pohledu by se mohlo zdát, že výkonný je jen ten podnik, který vykazuje dobré hospodářské výsledky. Výkonnost podniku je ale hodnocena více různě.

nými aktéry, kteří vstupují na trh a hodnotí výkonnost odlišnými způsoby. Je rozdíl v pohledu na výkonnost podniku, kterou očekávají vlastníci, manažeři nebo jeho zákazníci.

1.2.1 Výkonnost z pohledu vlastníků

Pro vlastníky podniku představuje výkonnost především zhodnocení kapitálu, který do něj vložili. Kritériem výkonnosti je dosažení tohoto zhodnocení v co nejvyšší možné míře za co nejkratší dobu.

Výkonnost podniku je posuzována podle: návratnosti investic (ROI), ekonomické přidané hodnoty (EVA) a hodnoty firmy (cena akcie).

1.2.2 Výkonnost z pohledu manažera

Pro manažera je ekvivalencí výkonnosti podniku jeho prosperita. Jedná se o podniky, které mají stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky, nízké náklady, vyrovnané peněžní toky a jejich hospodaření je likvidní a rentabilní.

Měřítkem výkonnosti pro manažery je především: rychlost reakce na změny vnějšího prostředí a na vznik nových podnikatelských příležitostí.

1.2.3 Výkonnost podniku z pohledu zákazníka

Zákazník hodnotí jako výkonný ten podnik, který je schopen předvídat jeho potřeby a přání ještě před jejich vznikem. A v momentě jejich vzniku mu nabídnout odpovídající produkt za cenu, kterou je ochotný zaplatit za uspokojení svých potřeb.

Podle zákazníků jsou měřítkem výkonnosti: kvalita, cena a dodací lhůta. [24]

1.2.4 Shareholder Value a Stakeholder Value

Vývoj konceptů pro hodnocení a měření výkonnosti podniku prošel několika fázemi. Výkonnost se během generací měřila pomocí ziskové marže, růstu zisku nebo výnosnosti kapitálu. Dnešní moderní přístupy preferují především tvorbu hodnoty pro vlastníky (Shareholder Value). Je tomu tak především proto, že vlastníci vložili do podnikání své peníze a myšlenky a nesou tedy největší riziko podnikání. Pokud se jim podaří dosáhnout požadované výnosnosti, budou podnikat dále. Aby to ale bylo možné, musí také uspokojit všechny ostatní účastníky svého podnikání (Stakeholder Value). Je ale zřejmé, že hodnota podniku

je pro jednotlivé stakeholdery odlišná. Každý stakeholder posuzuje výkonnost podniku podle toho, co do něj vložil a co z jeho působení získává. Oba tyto koncepty řízení hodnoty mohou být propojeny. Podmínkou je však taková výnosnost, která uspokojí zájmy vlastníků a zároveň jim umožní vyplácet mzdy zaměstnancům, platit dodavatelům, splácet věřitelům a spokojovat všechny ostatní stakeholdery, kteří participují na chodu podniku.

2 KLASICKÉ UKAZATELE FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Mezi základní ukazatele finanční výkonnosti podniku patří ukazatele absolutní hodnoty zisku, cash flow (hotovostních toků) a rentability.

2.1 Ukazatele zisku

Ukazatele zisku jsou nejpoužívanějším měřítkem výkonnosti podniku. Zisk podniku můžeme vyjádřit několika způsoby:

2.1.1 Čistý zisk (EAT)

Čistý zisk, je zisk po zdanění, který je určen k dalšímu rozdělení. Z pohledu vlastníka se jedná o nejdůležitější kategorii zisku.

2.1.2 Zisk před zdaněním (EBT)

Zisk před zdaněním obsahuje daň z příjmů za běžnou i mimořádnou činnost. Využívá se při porovnávání výkonnosti mezi jednotlivými podniky i podniky zahraničními, kde je jiná míra zdanění.

2.1.3 Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)

Tento ukazatel zisku se využívá především na úrovni divizí, protože soustřeďuje pozornost na růst tržeb a řízení nákladů. Není ovlivněn způsobem financování ani daněmi, měří pouze provozní výkonnost.

2.1.4 Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (EBITDA)

Tato kategorie zisku umožňuje srovnání výkonnosti podniků nezávisle na zvolené odpisovací politice. Pomocí tohoto zisku lze také hodnotit výkonnost nezávisle na výši investic a souvisejících odpisech. Dále je také využíván jako příprava pro měření CF.

Platí:

Čistý zisk (EAT)

+ daň z příjmů za běžnou činnost

+ daň z příjmů za mimořádnou činnost _____

= Zisk před zdaněním (EBT)

+ nákladové úroky

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

+ odpisy

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

2.2 Ukazatele cash flow

Ukazatele cash flow dokumentují peněžní toky podniku. Vycházejí z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a také z výkazu o peněžních tocích.

„Podstatou sledování cash flow je změna stavu peněžních prostředků.“ [17]

Cash flow lze vypočítat dvěma způsoby, metodou přímou a metodou nepřímou.

- **Přímá metoda:** vychází z počátečního stavu peněžních prostředků, který je upraven o příjmy a výdaje za dané období.
- **Metoda nepřímá:** vychází z účetního výsledku hospodaření, který je transformován na tok peněz (tzn. na rozdíl mezi příjmy a výdaji). K tomuto výsledku hospodaření přičítáme náklady, které nejsou výdaji, odečítáme výdaje, které nejsou náklady, a přičítáme příjmy, které nejsou výnosem.

2.2.1 Využití cash flow

- ve finanční analýze pro hodnocení finanční stability podniku a příčin změn stavu peněžních prostředků
- při krátkodobém plánování peněžních příjmů a výdajů
- při střednědobém a dlouhodobém sestavování finančních výhledů podniku
- při hodnocení finanční efektivnosti investičních variant jako efekt příslušné investice
- jako jedna z forem stanovení základu tržní ceny podniku
- při hodnocení výkonnosti a oceňování podniku

2.2.2 Druhy cash flow

- **Celkové cash flow:** zjistíme ho jako součet peněžních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.

- **Provozní cash flow:** jedná se o ukazatel výkonnosti na bázi peněžních toků. Sleduje peníze produkované a spotřebovávané provozní činností.
- **Volné cash flow (FCF):** je důležitá položka pro vlastníky podniku, jedná se totiž o skutečnou hotovost (nikoliv o pouhý zisk), která na ně zbude po zaplacení všech položek nutných k zabezpečení chodu podniku. FCF slouží jako vstupní údaj pro vybrané postupy oceňování podniku a je využívaným ukazatelem pro finanční analýzu. Jeho využití při hodnocení výkonnosti ale může být zavádějící. Nízké FCF může být vyvoláno například vysokými investicemi, které ale mohou být základem pro budoucí růst. [17]

$$FCF = \text{Provozní cash flow} - \text{investice do pořízení DHM (provozně nutného)} \quad (2)$$

2.3 Ukazatele rentability

Tyto ukazatele poměří zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů firmy, jichž bylo užito k jeho dosažení. Jsou využívány pro srovnání v čase i pro mezipodnikové srovnání. [17]

Dále viz Finanční analýza

3 FINANČNÍ ANALÝZA

V současné době dochází k neustálým změnám jak v ekonomickém prostředí, tak i ve firmách, které jsou součástí tohoto prostředí. Úspěšná firma se proto při svém hospodaření neobejde bez rozboru své finanční situace. Nejčastější rozborovou metodou jsou finanční ukazatele, zpracované v rámci finanční analýzy.

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Interpretuje finanční informace při posuzování výkonnosti a perspektivy firmy jako celku nebo ve srovnání s jinými podniky a odvětvím. Zahrnuje hodnocení firemní minulosti, současnosti a snahu o předpovídání budoucích finančních podmínek. Jejím hlavním účelem je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o budoucím fungování podniku. [21]

3.1 Vznik a vývoj finanční analýzy

Finanční analýza vznikla a začala se používat v USA. Zpočátku spočívala ve znázorňování absolutních změn účetních výsledků. Později se začal projevovat větší zájem o měření likvidity a určování schopnosti přežít, následovaný zájmem o rentabilitu a v té souvislosti také vzešla otázka hospodárnosti podniku. V České republice byl prvním autorem, který se tímto tématem zabýval, v roce 1906 prof. dr. Pazourek. [8]

3.2 Uživatelé finanční analýzy

Informace o finanční situaci podniku jsou předmětem zájmu subjektů přicházejících do kontaktu s podnikem. Finanční analýza je důležitá jak pro akcionáře, tak i pro věřitele a další externí uživatele a také pro podnikové manažery. Každá z těchto skupin má ale své specifické zájmy a požadavky týkající se podniku. Všichni uživatelé ale mají jedno společné, potřebují vědět, aby mohli řídit. Podle toho, kdo finanční analýzu provádí, ji můžeme rozdělit na externí a interní:

3.2.1 Externí finanční analýza

Představuje interpretaci zveřejňovaných účetních výkazů, podle kterých externí uživatelé posuzují finanční důvěryhodnost podniku. Vychází ze zveřejňovaných informací. Zákla-

dem je analýza účetních výkazů a zjišťování finančního zdraví. Výsledky představují signál, zda bude podnik nadále pokračovat a jaký se očekává rozvoj v příštích letech.

K externím uživatelům patří: investoři, banky a jiní věřitelé, obchodní partneři, vláda, orgány místní a regionální správy a konkurenti.

3.2.2 Interní finanční analýza

Je prováděna podnikovými útvary nebo přizvanými osobami (auditor, ratingová agentura), kterým jsou zpřístupněny všechny podstatné interní informace – informace z finančního, manažerského nebo vnitropodnikového účetnictví, z podnikových kalkulací, statistik, plánů, apod. [9]

K interním uživatelům patří: manažeři, zaměstnanci a odborové organizace

3.3 Zdroje informací pro finanční analýzu

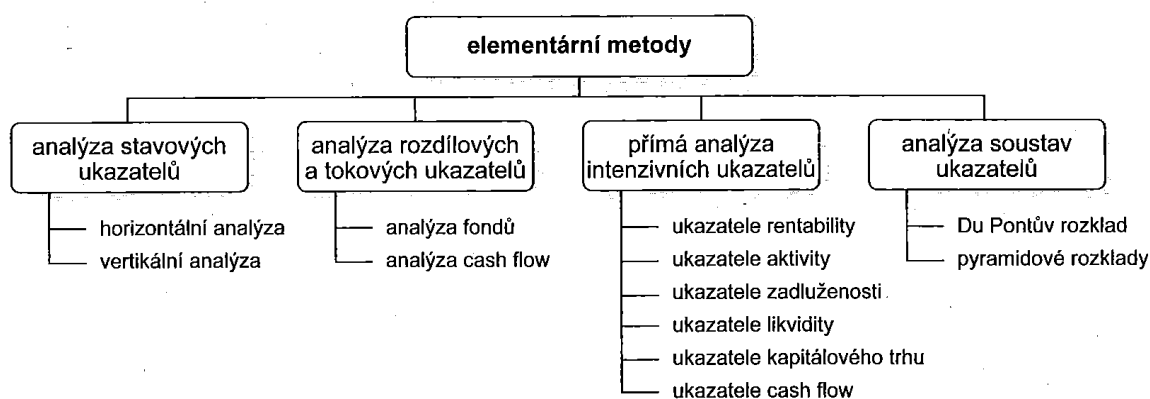
Kvalita finanční analýzy ve velké míře závisí na použitých informacích a na jejich komplexnosti. Je nutné zachytit všechna data, která by mohla jakýmkoliv způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví podniku. Základní data pro finanční analýzu jsou čerpána z účetních výkazů.

Účetní výkazy dělíme na účetní výkazy finanční a účetní výkazy vnitropodnikové. Finanční výkazy jsou externími výkazy a poskytují informace především pro externí uživatele. Dávají přehled o stavu a struktuře majetku, zdrojích krytí, tvorbě a užití výsledku hospodaření a také o peněžních tocích. Tyto informace tvoří základ pro finanční analýzu. Jsou veřejně dostupné a podnik je povinen je zveřejnit nejméně jednou ročně. Vnitropodnikové účetní výkazy nemají právně závaznou úpravu a vychází z vnitřních potřeb každé firmy. Jejich využití vede ke zpřesnění výsledků finanční analýzy a umožňují eliminovat odchylky od skutečnosti. Vytváří se v častějších intervalech a tím umožňují vytváření podrobnějších časových řad.

Finanční analýza plní dvě základní funkce: prověřuje finanční zdraví podniku (ex post) a vytváří podklad pro finanční plán (ex ante). Pro úspěšné zpracování finanční analýzy jsou nejdůležitější účetní výkazy: rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz Cash-flow.

Struktura výkazů rozvahy a výkaz zisku a ztráty je stanovena Ministerstvem financí a jedná se o povinnou část účetní závěrky. Závazná struktura je výhodou při srovnávání s jinými podniky nebo při tvorbě odborové analýzy. Účetní závěrka musí také obsahovat přílohu, ve které jsou obsaženy informace o samotné účetní jednotce, o účetních metodách, které používá, o obecných účetních zásadách, způsobech oceňování a doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztráty, a také informace a přehled o peněžních tocích. Struktura přílohy není daná zákonem. [21]

3.4 Techniky a metody finanční analýzy



Obr. 1: Elementární metody finanční analýzy [21]

Při tvorbě finanční analýzy neexistuje žádná oficiální metodika. V podnikové praxi se ale vyvinuly obecně přijímané analytické postupy, které se staly jakýmsi standardem. Jsou jimi techniky a postupy, které si kladou za cíl podat stejně jako účetnictví, věrný a poctivý obraz o majtkové, finanční a důchodové situaci jak externím uživatelům, tak i manažerům podniku.

3.4.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele vychází z účetních výkazů. Podle toho zda vyjadřují určitý stav nebo informují o údajích za určitý časový interval, je dělíme na stavové a tokové veličiny. Veličiny stavové tvoří obsah rozvahy, kde je k určitému datu uvedena hodnota majetku a kapitálu. Tokové veličiny najdeme ve výkazu zisku a ztráty a ve výkazu CF, kde se údaje uvádějí za určité období.

3.4.1.1 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele vychází z absolutních ukazatelů. Klíčovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál.

Pracovní kapitál brutto je tvořen zásobami, pohledávkami z obchodního styku, krátkodobým finančním majetkem vč. hotovosti. Čistý pracovní kapitál získáme jako rozdíl výše uvedených položek a krátkodobých závazků z obchodního styku. Základním úkolem pracovního kapitálu je umožnit efektivní výrobu a prodej. Existují dvě metody výpočtu ČPK:

- **Čistý pracovní kapitál z pohledu manažerů** (z pozice aktiv) – ČPK představuje tu část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji.

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{cizí krátkodobý kapitál} \quad (3)$$

- **Čistý pracovní kapitál z pohledu vlastníka společnosti** (z pozice pasiv) – vlastník si vyhrazuje právo rozhodovat o dlouhodobém financování. Sám určuje, kolik z dlouhodobého kapitálu připadne na financování běžné činnosti.

$$\text{ČPK} = \text{vlastní kapitál} + \text{cizí dlouhodobý kapitál} - \text{stálá aktiva} \quad (4)$$

3.4.2 Paralelní soustava poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou jádrem finanční analýzy. Jejich výpočet spočívá ve vydělení jedné položky jinou položkou uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují určité obsahové souvislosti. Je třeba si ale uvědomit, že nelze vyvozovat závěry na základě jednoho ukazatele, a také nelze stanovit pevná doporučení pro hodnoty poměrových ukazatelů. Informace vyvozené na jejich základě mají pouze orientační charakter. [17]

3.4.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability vypovídají o míře dosaženého zisku z investic. Smyslem ukazatelů je vyhodnotit úspěšnost dosahování cílů podniku a zhodnocování vložených prostředků. Patří k tzv. mezivýkazovým ukazatelům, protože využívají údaje jak z rozvahy, tak z výkazu zisku a ztráty. Jejich výsledky se obvykle posuzují s hodnotami předešlých let, s průměry v odvětví a také s alternativními formami investic a s rozpočty.

- **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**

Ukazatel ROE slouží k hodnocení návratnosti vlastního kapitálu, který do podniku vložili vlastníci. Porovnává se s alternativními investicemi, které jsou zatíženy podobnými rizikem. „*Pokud je hodnota ukazatele trvale nižší než úroková míra cenných papírů garantovaných státem, resp. úroková sazba poskytovaná bankami při vkladu, potom není podnikání příliš efektivní.*“ [17]

$$ROE = \frac{EAT}{VK} * 100 [\%] \quad (5)$$

- **Rentabilita celkových aktiv (ROA)**

ROA představuje celkovou návratnost vloženého kapitálu, bez ohledu na to, z jakého zdroje byl získán. Je-li v čitateli zisk před úroky a zdaněním (EBIT), pak vyhodnocuje produkční sílu společnosti. Měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je situace podniku příznivější.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (6)$$

- **Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE)**

Ukazatel ROCE měří celkovou návratnost investic, informuje o výnosnosti dlouhodobých zdrojů. Vyjadřuje schopnost podniku odměnit ty, kteří poskytli prostředky, a také jeho schopnost přilákat nové investory. Bere v úvahu i kapitál z jiného zdroje než ze základního kapitálu. Je významným ukazatelem především v podnikovém srovnání.

$$ROCE = \frac{EAT + \text{úrok} * (1 - \text{sazba DPŘ})}{\text{Dlouhodobý cizí kapitál} + VK} * 100 [\%] \quad (7)$$

- **Rentabilita vloženého kapitálu (ROI)**

Pomocí ROI můžeme stanovit efektivitu dlouhodobě investovaného externího kapitálu. Jeho výsledkem je výše čistého zisku, která byla vytvořena jednotkou dlouhodobých zdrojů.

$$ROI = \frac{EAT}{\text{Investovaný kapitál}} * 100 [\%] \quad (8)$$

- **Rentabilita tržeb (ROS)**

ROS vyjadřuje podíl čistého zisku na tržbách. Informuje o velikosti zisku z podnikání a definuje měřítko jak vytvářet nové zdroje. Je-li hodnota ukazatele nižší než odvětvový průměr, podnik má nižší ceny, vyšší náklady nebo obojí. V čitateli zlomku je zisk před zdaněním očištěný o vliv mimořádných nákladů a výnosů.

$$ROS = (HV \text{ před zdaněním} / \text{tržby}) * 100 [\%] \quad (9)$$

- **Hrubá zisková marže**

Hrubá zisková marže vyjadřuje vztah mezi hrubým ziskem a tržbami. Je měřítkem intenzity konkurenčního boje, cenové politiky, sortimentu výrobků, marketingové strategie, efektivnosti výroby a nákupů, Hrubý zisk je v podstatě příspěvkem na krytí režijních nákladů, poté co byly pokryty přímé (variabilní) náklady.

$$\text{Hrubá zisková marže} = \frac{\text{Hrubý zisk}}{\text{Tržby}} * 100 [\%] \quad (10)$$

- **Zisk na akcii (EPS)**

EPS měří výši čistého zisku připadajícího na jednu akcii podniku. Je využívám investory na kapitálových trzích. V případě jeho využití v podniku má jednu nevýhodu. Nedokáže rozlišovat mezi kapitálem produkujícím růst a kapitálem produkujícím efektivním růst. To se může vymstít podniku, který zvyšuje zisk bez pokrytí nákladů na kapitál.

$$\text{Zisk na akcii} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Množství vydaných akcií}} \quad (11)$$

3.4.2.2 Ukazatele likvidity

Finanční stabilita je důležitým cílem podniku. Podnik musí se svými finančními prostředky hospodařit tak, aby byl schopen pružně reagovat na bezprostřední i budoucí závazky.

Ukazatele likvidity charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům. Úzce souvisí s ukazateli zadluženosti. Při určování krátkodobých závazků je třeba z nich vyloučit ty, které jsou v podstatě povahy dlouhodobé. Jedná se například o krátkodobé úvěry, které jsou průběžně obnovovány (revolvingové, kontokorentní úvěry). Dále je nutné upravit

krátkodobé závazky o financování stálých aktiv leasingem. Leasing není zachycený v rozvaze, ale informace o něm najdeme v příloze k účetní závěrce.

- **Běžná likvidita**

Běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Nejčastěji se používá k měření krátkodobé platební schopnosti podniku. Výpočet udává, jak jsou krátkodobé závazky kryty aktivy, u nichž se očekává přeměna na likvidní zdroje v době splatnosti závazků. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je pravděpodobnější zachování platební schopnosti podniku.

$$BL = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (12)$$

Obecným doporučením je výsledná hodnota tohoto ukazatele vyšší než 1,5.

- **Pohotová likvidita**

Charakterizuje nejpřesněji platební pohotovost, tj. schopnost podniku krýt peněžními prostředky závazky z obchodního styku a závazky vůči zaměstnancům. Vylučuje z výpočtu zásoby a nedokončenou výrobu. Hodnota ukazatele vyšší než 1 je příznivá pro věřitele, ale z hlediska vlastníků vede nadměrné množství oběžných aktiv k neproduktivnímu využívání vložených prostředků, čímž je negativně ovlivněna rentabilita podniku.

$$PL = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (13)$$

- **Okamžitá likvidita**

Okamžitá likvidita měří schopnost podniku hradit své právě splatné závazky. V čitateli výpočtu jsou pohotové platební prostředky, které představují peníze na běžných účtech, pokladní hotovost a obchodované cenné papíry a šeky. Likvidita podniku je zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2. [24]

$$OL = \frac{\text{Pohotové platební pr.}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (14)$$

3.4.2.3 Ukazatele aktivity

Efektivní hospodaření s kapitálem je důležité z hlediska výkonnosti podniku. Neefektivní hospodaření má tendenci zbytečně vázat kapitál, i když to není nezbytně nutné, a to jak ve formě úroků, tak i ve formě dalších kapitálových půjček.

Ukazatele aktivity vyhodnocují schopnost podniku využívat svých zdrojů. Jsou využívány ukazatele dvojího typu, ukazatele počtu obrátů a ukazatele doby obratu. Ukazatele počtu obrátů zjišťují, kolikrát se obrátí určitý druh majetku v tržbách za daný časový interval. Ukazatel doby obratu představuje dobu, po kterou jsou finanční prostředky vázány v určité formě majetku. Za jak dlouho se uskuteční jedna obrátka. Ukazatele pracují s jednotlivými majetkovými částmi, které jsou poměřovány buď k tržbám, nebo k výnosům, popř. i k jiným základnám.

- **Obrat aktiv**

Měří celkové využití majetku. Patří ke klíčovým ukazatelům efektivnosti. Ukazatel by měl průběžně růst. Jeho výsledek je ale závislý na zvolené metodě odepisování majetku.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (15)$$

- **Obrat dlouhodobého hmotného majetku**

Je měřítkem celkové produkční efektivnosti a intenzity využívání budov, strojů a zařízení. Vyjadřuje, jak velký objem tržeb byl vyprodukován jednou jednotkou dlouhodobého majetku. Čím je ukazatel vyšší, tím víc společnost expanduje bez potřeby zvyšovat finanční zdroje. Také tento ukazatel je ovlivněn způsobem odepisování majetku.

$$\text{Obrat DHM} = \frac{\text{Tržby}}{\text{DHM v ZC}} \quad (16)$$

- **Obrat pohledávek**

Zjišťuje, jak rychle jsou pohledávky přeměňovány na peněžní prostředky.

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Průměrné pohledávky}} \quad (17)$$

- **Doba obratu pohledávek**

Stanovuje počet dní, během nichž dluží odběratelé podniku. Jedná se o dobu, která uplyne mezi prodejem na obchodní úvěr a inkasem od odběratele. Čím vyšší je tento ukazatel, tím delší obchodní úvěr poskytuje podnik svým obchodním partnerům. Tento ukazatel se porovnává s dobou obratu závazků. V ideálním případě je doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek.

$$DO \text{ pohledávek} = \frac{\text{Prům. pohledávky}}{\frac{\text{Tržby}}{365}} \quad (18)$$

- **Obrat zásob**

Udává rychlost obratu zásob. Čím je tento ukazatel vyšší, tím lépe.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Prům. zásoby}} \quad (19)$$

- **Doba obratu zásob**

Udává, jak intenzivně jsou zásoby využívány. Jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob.

$$\text{Doba obratu zásob} = \text{Průměrná zásoba} / (\text{Tržby} / 360) \quad (20)$$

3.4.2.4 Ukazatele zadluženosti

Pomocí ukazatelů zadluženosti může společnost identifikovat rizika, která podstupuje financováním svých aktivit danou strukturou vlastních a cizích zdrojů. Tyto ukazatele vyjadřují vztah mezi cizími a vlastními zdroji resp. celkovými zdroji. Cizí kapitál by měl podnik využívat pouze tehdy, jsou-li výnosy z tohoto kapitálu vyšší než náklady spojené s jeho použitím. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem záleží především na oboru podnikání, na majetkové struktuře, výši a stabilitě zisku a tržeb, úrokové míře bank a výkonnosti podniku.

- **Celková zadluženost**

Je nejběžnějším ukazatelem zadluženosti. Čím je jeho hodnota vyšší, tím vyšší finanční riziko podnik podstupuje.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Celkový cizí kapitál}}{\text{Celkový kapitál}} * 100 [\%] \quad (21)$$

- **Dlouhodobá zadluženost vlastního kapitálu**

Tento ukazatel informuje o dlouhodobé zadluženosti podniku. Zjišťuje, zda si podnik může dovolit pořídit půjčku na další náročné investice.

$$\text{Dlouhodobá zadluženost VK} = (\text{Dlouhodobé půjčky/VK}) * 100 [\%] \quad (22)$$

- **Ukazatel úrokového krytí**

Udává, kolikrát zisk před odečtením úroků a daní (EBIT) převyšuje úrokové platby.

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{úroky} \quad (23)$$

Při rozhodování o poměru vlastního a cizího kapitálu si podnik musí uvědomit, že vlastní kapitál představuje nejdražší zdroj financování. Při využívání cizích zdrojů financování si může podnik dát úroky do nákladů. Tím dochází k pákovému efektu - ke snížení daňové základny o úroky. S využitím cizího kapitálu je však spojeno i riziko. Úrok z cizího kapitálu představuje fixní náklad, který podnik musí hradit bez ohledu na dosažený hospodářský výsledek. „*Při volbě kapitálové struktury je třeba najít kompromis, mezi působení finanční páky na růst rentability vlastního kapitálu a zvýšení rizikovosti financování.*“ [17]

3.4.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Tyto ukazatele zobrazují, jak je podnik vnímán kapitálovým trhem. Toto „vidění“ je pak porovnáváno s výkonností podniku. Tyto ukazatele využívají skuteční i potencionální investoři k tomu, aby zjistili, zda podnik poskytuje přiměřenou návratnost jimi vložených prostředků.

- **Dividendový výnos**

Představuje hlavní motivaci investorů k držbě nebo prodeji cenného papíru.

$$\text{Dividendový výnos} = \text{Dividenda na jednu akcii} / \text{tržní cena akcie} \quad (24)$$

- **Čistý zisk na akcii**

Představuje porovnání účetního zhodnocení investice. Čistým ziskem se rozumí celkový zisk podniku po zdanění a odečtení výplaty přednostních dividend.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \text{Čistý zisk} / \text{Počet emitovaných kmenových akcií} \quad (25)$$

- **Ukazatel P/E**

P/E představuje indikátor tržní hodnoty. Udává, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za jednu jednotku zisku. Vysoká hodnota ukazatele P/E značí nízké investiční riziko nebo očekávaný velký růst dividend. V případě vynásobení ukazatele P/E stem, získáme procentní návratnost investice. [24]

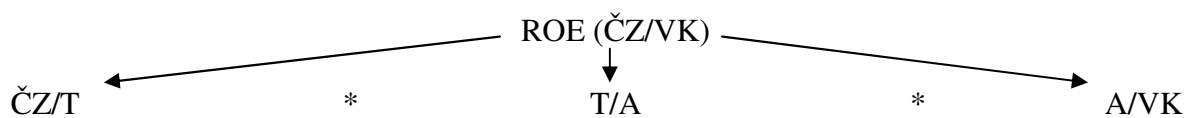
$$P/E = \text{Tržní cena akcie} / \text{Zisk po zdanění na jednu akcii} \quad (26)$$

3.4.3 Pyramidová soustava poměrových ukazatelů

Pyramidové ukazatele zachycují přehledně a stručně informace odhalené finanční analýzou, a umožňují postihnout vzájemné souvislosti mezi likviditou, finanční strukturou a rentabilitou podniku. Nejpoužívanější metodou je Du Pontův diagram.

3.4.3.1 Du Pont diagram

Tento diagram přehledně znázorňuje jak je výnos na vlastní kapitál akcionářů (ROE) určen ziskovou marží, obratem aktiv a poměrem celkových aktiv k vlastnímu kapitálu. Levá strana diagramu odvozuje ziskovou marži. Pravá strana pracuje s rozvahovými položkami a vyčísluje jednotlivé druhy aktiv, sčítá je a představuje obrat celkových aktiv. Informace z levé strany diagramu slouží především pro marketingové pracovníky, účetní a inženýry. Informace z pravé strany diagramu slouží zejména pro finanční analytiku např. při volbě finanční strategie. [1] Základ rozkladu ROE:



Obr. 2: Rozklad ukazatele ROE [17]

3.4.4 Souhrnné ukazatele

Finanční analýza využívá také souhrnné ukazatele výkonnosti, které se dělí na dvě skupiny:

- **Ukazatele jednorozměrné** – Beaverův test, Edmisterova analýza

- **Ukazatele vícerozměrné** – Altmanův test, Tamariho index rizika, koeficient ZCR, Lisův ukazatel, Tafflerův ukazatel, Springate-Gordonův ukazatel, Fulmerův ukazatel, Index IN 95 a Index IN

Nevýhodou jednorozměrných ukazatelů je, že mohou tentýž podnik zařadit jak mezi problémové, tak mezi neproblémové. Tento nedostatek odstraňují vícerozměrné ukazatele tím, že zahrnují více poměrových finančních ukazatelů. Zde ale vzniká také problém při výběru poměrových ukazatelů, při stanovení charakteru modelu (lineární X nelineární) a při odhadu struktury parametrů. [24]

3.5 Formy a srovnatelnost údajů finanční analýzy

V rámci finanční analýzy se také provádí horizontální a vertikální analýza, nejčastěji u výnosů, nákladů a rozvahy.

3.5.1 Horizontální analýza

Tato analýza porovnává v čase jednotlivé absolutní i poměrové ukazatele. Zjišťuje o kolik se absolutně i procentuelně změnila konkrétní položka. Horizontální analýza tedy vytváří přehled o pohybech v jednotlivých položkách účetních výkazů a sleduje také tempa růstu těchto položek. Pro kvalitní možnost posouzení vývoje podniku je vhodné pracovat s účetními údaji za 3-5 let. Dále je také dobré zjištěné výsledky porovnat s podobnými podniky.

3.5.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza se zabývá vždy jen jedním obdobím. Za toto období zkoumá, jak se na určité globální veličině podílely veličiny dílčí. Pokud se tato analýza provede za více období, získáme jejich porovnáním informace o tom, k jakým pohybům dochází například v kapitálové struktuře. Z takto získaných informací můžeme odhadnout, co se v podniku odehrává a porovnáním s ostatními podniky v odvětví, zjistíme, zda se podnik blíží odvětvovým standardům. [24]

4 MODERNÍ PŘÍSTUPY K MĚŘENÍ VÝKONNOSTI

V průběhu posledních let dochází k výraznému posunu v otázkách hodnocení výkonnosti podniku od tradičních ukazatelů výkonnosti směrem k preferování tržní hodnoty podniku. Účetní metody a postupy ne vždy odpovídají ekonomickému pohledu na výkonnost. „*Trh oceňuje výhodnost investice na základě peněžních toků plynoucích v budoucnu z této investice přepočítaných na jejich současnou hodnotu pomocí nákladů na kapitál jako vyjádření míry rizika a zakalkulování časové hodnoty peněz.*“ [17]

Nové přístupy měření výkonnosti by měly splňovat následující kritéria:

- vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value), podloženou statistickými propočty.
- umožnit využití údajů a informací z účetnictví, včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích založeny.
- překonat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Měly by zahrnovat kalkulaci rizika a brát v úvahu rozsah vázaného kapitálu.
- umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniku. [12]

Dále by tyto ukazatele měly umožňovat přehlednou identifikaci jeho vazby na všechny úrovně řízení a podporovat řízení hodnoty.

Najít ukazatel výkonnosti, který by v sobě zahrnovali všechny uvedené požadavky, je obtížné. V praxi se proto využívá víc různých konceptů řízení výkonnosti.

4.1 Diskontované cash flow (DCF)

Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku, a přesně tedy odrážejí jeho hodnotu. DCF v sobě zahrnuje pomocí nákladů na kapitál jak faktor času, tak i riziko. Díky tomu je využíván především investory při hodnocení výhodnosti jejich investice pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta.

4.1.1 Čistá současná hodnota (NPV)

NPV umožňuje propočítat vytvořenou hodnotu. Vyjadřuje přírůstek majetku v souvislosti s realizací dané investice. Pro výpočet čisté současné hodnoty platí následující vzorec:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (27)$$

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

K = kapitálový výdaj spojený s investicí

n = doba životnosti investice

i = diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice

Pro výslednou hodnotu NPV platí:

$NPV > 0$ projekt je pro podnik přijatelný. Zaručuje požadovanou výnosnost a zvyšuje tržní hodnotu podniku.

$NPV < 0$ projekt není pro podnik přijatelný. Nezaručuje požadovanou výnosnost a jeho přijetí by snížilo tržní hodnotu podniku.

$NPV = 0$ projekt je z hlediska tvorby hodnoty indiferentní.

4.1.2 Vnitřní výnosové procento (IRR)

Vnitřní výnosové procento neboli vnitřní míra výnosnosti investičního projektu představuje výnosnost, kterou daná investice přináší během svého života. Je definována jako taková výše diskontní sazby, při které je čistá současná hodnota rovna nule – investice je neutrální, nepřináší zisk ani ztrátu. [19]

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} * (i_V - i_N) \quad (28)$$

i_N = diskontní sazba, při níž je NPV kladná (NPV_N)

i_V = diskontní sazba, při níž je NPV záporná (NPV_V se dosazuje v absolutní hodnotě)

Pokud nám vyjde při zvolené diskontní sazbě první NPV záporná, volíme pro další výpočet nižší diskontní sazbu. Hledáme takovou sazbu, při které je NPV kladná. Poté opět dosazujeme do vzorce č. 27.

Nevýhodou tohoto postupu při měření výkonnosti podniku je, že neumožňuje přímo propojit měření a řízení výkonnosti podniku s motivačním systémem, který by nutil manažery realizovat jen projekty, které budou opravdu produkovat ekonomický užitek. [17]

4.2 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Ukazatel MVA hodnotí, zda určitá firma vytvořila hodnotu pro vlastníky. Jestliže celková tržní hodnota firmy je větší než množství kapitálu do ní investovaného, pak se firmě podařilo vytvořit akcionářskou hodnotu. Když je tomu naopak, tržní hodnota je menší než investovaný kapitál, firma "zničila" akcionářskou hodnotu. [5]

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (29)$$

Vyšší hodnoty MVA ale nelze dosáhnout pouhým navýšením vloženého kapitálu. Ke zvýšení MVA dojde jen v případě, že tento nový investovaný kapitál vydělá více, než činí náklady na tento kapitál. K vyšší hodnotě MVA může vést i snížení hodnoty investovaného kapitálu, ale pouze v případě, že se nezmění stávající tržní hodnota podniku. Další možnosti jak zvýšit MVA je zvýšení tržní hodnoty podniku při stále vyšší investovaného kapitálu.

Nevýhodou tohoto ukazatele je skutečnosti, že nelze vždy měřit, co je výsledkem práce manažerů a co okolností, které manažeři nemohou ovlivnit. Také se v ukazateli nepromítá, zda je dosažená hodnota v souladu s očekáváním investorů.

4.3 Excess Return

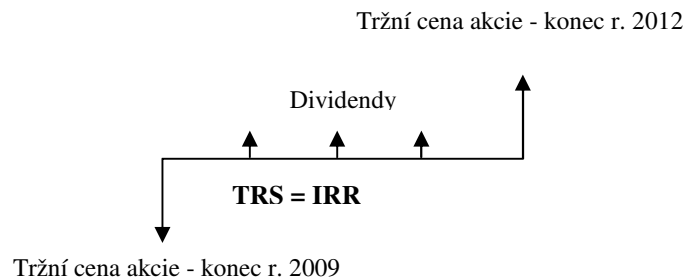
Ukazatel Excess Return vychází z tržní hodnoty. V hodnocení výkonnosti jde dál než ukazatel MVA, jelikož bere v úvahu požadavky investora na zhodnocení jeho kapitálu,

$$\text{Excess Return} = \frac{\text{skutečná hodnota bohatství v období } n - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n}{\text{bohatství v období } n} \quad (30)$$

Skutečná hodnota bohatství odpovídá budoucí hodnotě přínosů pro vlastníky (tj. budoucí hodnotě vyplacených dividend, odkoupených akcií a tržní ceny podílu v podniku ke konci sledovaného období. Očekávanou hodnotou je hodnota investovaného kapitálu na konci sledovaného období, které by investovaný kapitál měl dosáhnout, podle výnosnosti požadované investorem. [17]

4.4 Total Shareholder Return (TSR)

Ukazatel TSR je vyjádřen relativně a odpovídá součtu dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Je to výnos, který získávají akcionáři z koupě akcií. [5] V procentuálním vyjádření je obdobou ukazatele Excess Return, který je vyjádřen v absolutní hodnotě. TRS odpovídá pojení vnitřního výnosového procenta.



Obr. 3: Princip TRS [17]

4.5 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

EVA je ukazatelem výnosnosti podniku. Lze ji využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku, oceňování podniku a také pro odměňování. Koncept EVA vychází z tzv. ekonomického modelu, který je transformací účetního modelu. Zakladatelé tohoto konceptu, Stern-Steward a kol., vypracovali seznam 164 účetních položek, které je třeba upravit. Úplný seznam těchto úprav je ale součástí jejich obchodního tajemství. Základní výpočet EVA lze vyjádřit takto: [12]

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (31)$$

Kde:

NOPAT	=	zisk z hlavní (operativní) činnosti po zdanění
WACC	=	průměrné vážené náklady na kapitál
C	=	kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti

Existují i další možnosti výpočtu EVA. České Ministerstvo průmyslu a obchodu využívá vzorec založených na čistém zisku (ČZ) a nákladech na vlastní kapitál (r_e):

$$EVA = \check{C}Z - r_e * VK \quad (32)$$

Dále lze použít i následující tvar, který vychází z účetních dat, nebo jen jeho první část, v případě srovnávání mezi obdobími nebo při mezipodnikovém srovnání ($ROE - r_e$): [17]

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (33)$$

4.5.1 Propočet základních položek EVA

4.5.1.1 Čistá operativní aktiva (NOA)

Základem pro výpočet NOA je rozvaha, která musí být upravena následujícím způsobem:

- z aktiv vydělit neoperativní aktiva,
- aktivovat položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,
- aktiva snížit o cizí neúročný kapitál.

4.5.1.1.1 Vyloučení neoperativních aktiv

Základním problémem je určení, která aktiva mají operativní charakter a jsou nezbytná pro základní činnost podniku, a která jsou neoperativní. Je třeba zaměřit se především na tyto oblasti:

- **Finanční majetek** – vyloučení přebytku peněžních prostředků nad provozní úroveň
- **Finanční investice** – očištění NOA a investice portfoliového charakteru
- **Vlastní akcie** - v ČR jsou vlastní akcie vyloučeny z vlastního jmění, proto nemohou být součástí NOA
- **Nedokončené investice** - podle MUST by měly být nedokončené investice vykazovány odděleně. Nedoporučuje se jejich zařazení do NOA
- **Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti** – vyloučení z NOA například nevyužitých nebo pronajatých budov a pozemků, u kterých se předpokládá jejich postupný prodej

4.5.1.1.2 Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví

- **Finanční leasing** - by měl být započítán do NOA, a to nejlépe v tržní hodnotě. Jeho začlenění by se mělo, promítnou i v hospodářském výsledku.
- **Operativní leasing a nájem** – tento majetek nelze aktivovat v ČR ani ve světě.

- **Oceňovací rozdíl u dlouhodobého a oběžného majetku** – kontrola nadhodnocení/podhodnocení pohledávek, převod DM na reálné ceny a přecenění finančního majetku a zásob na tržní ocenění
- **Goodwill** - do NOA se zahrnuje v brutto hodnotě, v případě, že se nepředpokládá postupné snižování jeho hodnoty.
- **Tiché rezervy** - aktiva podniku musí být upravena tak, aby odpovídala ekonomickému pohledu, ne účetnímu. [17]

4.5.1.1.3 Snižování aktiv o cizí neúročný kapitál

Upravená aktiva se snižují a hodnotu pasiv, která nenesou náklad. Jsou to především:

- Krátkodobé závazky
- Pasivní položky ČR
- Nezpлатněné dlouhodobé závazky

Důvodem vyloučení těchto položek je, že při výpočtu EVA jsou od operativního zisku odečítány náklady na kapitál. Uvedené položky ale nenesou náklady na kapitál.

4.5.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)

NOPAT vychází z aktiv, která tvoří NOA. Jeho výpočet se zakládá na úpravách výsledku hospodaření z běžné činnosti (lze použít i provozní výsledek hospodaření). Z tohoto výsledku hospodaření musí být vyloučeny placené úroky z finančních nákladů, aby se vyloučilo jejich dvojí započtení při výpočtu EVA. Dále je nutné vyřadit mimořádné položky, které se svou výší nebudou opakovat (např. odstupné pro větší počet zaměstnanců, prodej DHM,...). Vyloučit se také musí výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělávání zaměstnanců a reklamu. Naopak je nutné započítat do výsledku hospodaření odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů. Je také potřeba zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv a vyloučit náklady a výnosy z dlouhodobého finančního majetku, pokud není uznán jako operativní aktivum. [17]

NOPAT představuje zdaněný operativní zisk. Proto je třeba zjistit tzv. upravenou daň, což je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Výpočet je

možné provést snížením/zvýšením splatné daně pro daný rok o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší od účetního HV. [17], [12]

4.5.1.3 Výpočet nákladů na kapitál

Při výpočtu EVA se vychází z vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Kalkulace WACC je založena na stanovení váženého aritmetického průměru nákladů vlastního i cizího kapitálu. Při jejich výpočtu je také nutné vzít v úvahu daňové dopady, jelikož například platba úroků je za určitých podmínek zákonně účinná – lze využít výhod z aplikace daňového štítu. [19]

$$WACC = N_{CK} * (CK/C) + N_{VK} * (VK/C) \quad (34)$$

Kde:

CK	=	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
VK	=	tržní hodnota vlastního kapitálu
C	=	tržní hodnota celkového kapitálu (VK + úročené CK)
N_{CK}	=	náklady na cizí kapitál - zdaněné ($N_{CK} = (1-T)*i$)
N_{VK}	=	náklady na vlastní kapitál

- **Náklady na vlastní kapitál**

Jsou dány výnosovým očekáváním investorů, které lze odvodit z alternativních investiční příležitostí se srovnatelným rizikem. V praxi se pro jejich výpočet využívá např. model ocenění kapitálových aktiv, model diskontovaných dividend, metoda přičtení rizikové přírážky k bezrizikové úrokové sazbě, popř. určení těchto nákladů na základě průměrné rentability VK v odvětví.

- **Náklady na cizí kapitál**

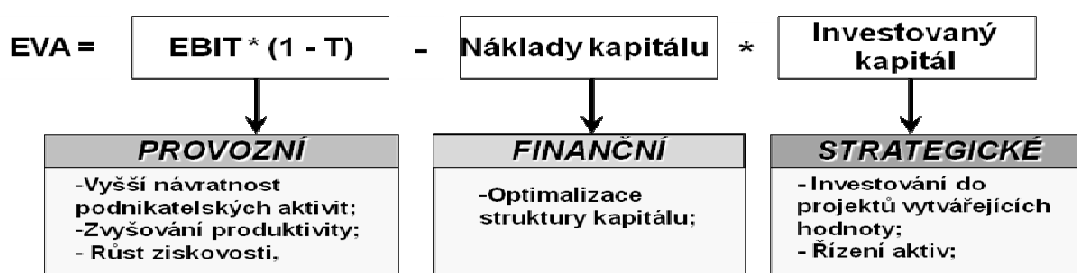
Nákladem cizího kapitálu je úrok, který podnik musí platit, snížený o daňový štít. Problém při jejich stanovení může být u proměnlivých úroků, vyhlášených bankou s pevnou přírážkou. Tady je třeba znát ratingové hodnocení podniku a prognózu základních makroekonomických veličin.

4.5.2 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Výpočet ukazatel EVA lze znázornit jako pyramidu. Z tohoto pyramidového rozkladu můžeme následně vyčíst způsoby možného zvýšení EVA.

Pyramidový rozklad EVA viz příloha PVI.

4.5.3 Možnosti zvyšování ukazatele EVA



Obr. 4: Možnosti zvyšování hodnoty EVA [24]

4.6 Cash flow návratnost investovaného kapitálu (CFROI)

Ukazatel CFROI sleduje ekonomickou výkonnost (cash flow) a ohodnocení podniku. Pracuje s reálnými hodnotami, tzn. s hodnotami očištěnými od inflace. Díky tomu je možné porovnávat výkonnost podniku jak v čase, tak s výkonností podniků z jiných zemí. Podstatou ukazatele je výpočet vnitřního výnosového procenta. Porovnává zdaněné budoucí cash flow upravené o inflaci, které je k dispozici investorům s inflačně upravenou hotovostní investicí brutto – investice, kterou investoři vložili do podniku. Při výpočtu se předpokládá, že se nebude v čase měnit vybavenost aktivity a CF jimi generované bude konstantní. Dále je také nutné odhadnout ekonomickou životnost odepisovaných a neodepisovaných aktiv.

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA}{(1 + CFROI)^n} \quad (35)$$

- I = investice brutto
- BCF = brutto CF v jednotlivých letech upravené o inflaci
- NA = hodnota neodepisovaných aktiv
- n = doba ekonomické životnosti
- t = jednotlivé roky budoucího období n

4.6.1 Stanovená vstupů pro výpočet CFROI

Dobu ekonomické životnosti lze vypočítat podle vzorce. U odpisů je předpokládáno lineární odepisování.

$$\text{Doba ekonomické životnosti} = \text{Odpisovaná aktiva brutto} / \text{roční odpisy} \quad (36)$$

4.6.2 Investice

Hodnotu investice tvoří aktiva odepisovaná a neodepisovaná. Hodnota neodepisovaných aktiv je uvolněna na konci ekonomické životnosti odepisovaných aktiv a je tedy nutné ji vyčíslit zvlášť.

Při výpočtu hodnoty investic musí být údaje získané z rozvahy upraveny o majetek pořízený na leasing, vyčleněny neoperativní aktiva, pracovat s čistým pracovním kapitálem a zvážit zda zařadit goodwill mezi odepisovaná a neodepisovaná aktiva.

Odepisovaná aktiva musí být vyjádřena v cenové hladině platné k datu ocenění. Hodnota aktiv musí být tedy přepočítána na hodnotu, kterou by aktiva měla po započítání inflace k datu výpočtu. U neodepisovaného majetku rozlišujeme dlouhodobý finanční majetek, pozemky, zásoby a tzv. monetární aktiva (pohledávky, KFM, ČR). Všechny tyto položky také musejí být upraveny o inflaci. Z DFM bereme v úvahu pouze investice s podstatným vlivem a s dopadem na hlavní činnost podniku. Monetární aktiva je třeba převést na tzv. čistá monetární aktiva tak, že od nich odečteme hodnotu neúročených závazků.

Při výpočtu CFROI by měla být brána v úvahu hodnota brutto investic ke konci účetního období předcházejícího roku, tj. začátek roku, ve kterém bereme v potaz dosažené CF. Je tomu tak z důvodu zamezení zkreslení výsledku např. významnou akvizicí nebo prodejem podniku. [17]

4.6.3 Brutto cash flow

Pro zjištění hotovostních toků produkovaných aktivy se využívá nepřímé metody výpočtu CF. Výpočet vychází ze zisku, který musí být upraven o mimořádné výnosy a náklady a následně zdaněn. K zisku se poté přičtou odpisy, nákladové úroky a zisky z monetárních aktiv (popř. se odečte ztrát z těchto aktiv). [17]

Ukazatel CFROI je počítán na stejném principu jako IRR. Je možné jej vyjádřit jako CFROI rozpětí, k reálným váženým průměrným nákladům kapitálu (zohledňují inflaci).

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC_{real} \quad (37)$$

Kladný výsledek znamená, že je tvořena nová přidaná hodnota. V případě záporného výsledku dochází k znehodnocování vloženého majetku. [10]

4.7 Akcionářská přidaná hodnota (SVA)

SVA představuje rozdíl mezi hodnotou podniku pro akcionáře na začátku a na konci období. Odvozuje se od současné hodnoty predikce budoucích peněžních toků a od reziduální hodnoty podniku na konci predikovaného období. [25]

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (38)$$

SV = hodnota podniku pro vlastníky v čase t [17]

SVA vyjadřuje schopnost investora odhadnout dříve než trh, že podnik dokáže vytvořit konkurenční výhodu a přinese investorovi nadprůměrný zisk ve srovnání s alternativními investicemi. Tento ukazatel tedy posuzuje výkonnost podniku výhradně z pohledu investora do vlastního kapitálu. [25]

Výpočet SVA za jedno období: [17]

$$SVA = (\Delta NOPAT / WACC) - \text{čisté investice} \quad (39)$$

4.8 Return on Net assets (RONA)

RONA je relativním, poměrovým ukazatelem, který měří úspěšnost podniku v %. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím úspěšnější podnik je. Dále je vhodné posoudit rozdíl (Spread) mezi rentabilitou měřenou ukazatelem RONA a WACC. Žádoucí vztah je když je RONA vyšší než WACC. Jedině tehdy existuje ekonomická přidaná hodnota. Vzorec pro výpočet RONA: [10]

$$RONA = NOPAT / NA_{t-1} \quad (40)$$

Kde:

NOPAT = čistý zisk z provozní činnosti

NA = čistá aktiva

4.9 Cash flow rentabilita hrubých aktiv (CROGA)

Ukazatel CROGA je podílem provozního cash flow po zdanění (OATCF) a hrubých aktiv (GA - aktiv v pořizovacích cenách). Je poměřován ukazatel s WACC, a je žádoucí, aby výsledek CROGA byl vyšší než WACC. Výpočet CROGA je následující: [10]

$$CROGA = OATCF / GA \quad (41)$$

4.10 Balanced Scorecard (BSC)

Balanced Scorecard je strategický integrovaný systém měření a řízení výkonnosti podniku. Představuje systém řízení organizace, který rozpracovává a převádí poslání a vizi organizace do specifických úkolů a cílů, do uceleného souboru měřítek a ukazatelů finanční i nefinanční výkonnosti. Zaměřuje se na 4 oblasti, které podle této metody nejvíce ovlivňují efektivní fungování firmy v dlouhodobém nepřetržitém období. Těmito oblastmi jsou:

- **finančně-hodnotová** – zahrnuje nejen přesná a včasná finanční data, ale také bere ohled na další oblasti související s financemi, jako například analýza rizik a cost-benefit analýza.
- **zákaznická** – klade důraz na vztah k zákazníkům. Sleduje se jejich ziskovost, loajalita, akvizice nových zákazníků, celkový i segmentový tržní podíl, atd. Důvodem sledování zákazníků je, že nespokojený zákazník odejde ke konkurenci a navíc s sebou může přetáhnout i další zákazníky.
- **procesní** – tato oblast se zabývá efektivitou vnitřních procesů. Měřítko a ukazatele zobrazují zdraví podniku. Cílem optimalizace interních procesů je zajištění fungování firmy jako celku, a to dlouhodobě, kvalitně a flexibilně za minimální náklady.
- **zaměstnanecká** – zahrnuje vzdělávání zaměstnanců, budování podnikové kultury, schopnost reagovat na změny a zlepšování podnikových procesů.

Systém BSC lze využít i k převodu, tvorbě, měření a hodnocení cílů pro nižší úroveň firmy. Umožňuje také měřit a hodnotit konkrétní přínos jednotlivých organizačních složek k celofiremním výsledkům. Další výhodou tohoto systému je, že je dobře kombinovatelný s koncepcí EVA. [19], [7]

4.10.1 Bariéry zavedení BSC

Přesto, že se filozofie BSC jeví jako jednoduchá a logická, existují při jejím zavádění ve firmách určité bariéry. V českých firmách se nejčastěji vyskytují následující překážky:

- **Bariéra vize** – strategie není pochopena těmi, kdo ji mají zavádět, a není převedena do dílčích strategických cílů.
- **Bariéra lidí** – osobní cíle a budování znalostí a kompetencí lidí není přímo spojeno s implementací BSC. Problémem je, že většina odměňovacích systémů ve firmách je založena na dosahování krátkodobých finančních cílů, nikoliv dlouhodobých.
- **Bariéra provozu** – klíčové pracovní procesy se nesoustředí na ty, které nejvíce přispívají k naplňování strategických cílů.
- **Bariéra řízení** – systémy řízení jsou navrženy pro operativní kontrolu a jsou spojeny s rozpočty. Chybí analyzování a vyhodnocování strategií.
- **Bariéra zdrojů** – většina firem nemá rozpočty propojeny se strategií. Pozornost je opět věnována krátkodobým cílům před dlouhodobou strategií.

Tyto bariéry se dají odstranit formulováním a vyjasněním firemní vize, komunikací - pro-
nikání cílů až na úroveň jednotlivců, správným určením priorit pro strategické činnosti a
poskytováním zpětné vazby o hodnocení strategie.

4.11 Závěr k moderním metodám

Při výběru vhodného ukazatele hodnocení výkonnosti je třeba nejprve si stanovit, co je
cílem hodnocení. Ukazatele typu EVA umožňují ovlivňovat hospodaření podniku jako
celku i na všech jeho jednotlivých úrovních. Zvýšení výkonnosti lze dosáhnout zapojením
všech pracovníků, nastavením vhodných měřítek výkonnosti a také jejich motivací vázanou
na dosažení této výkonnosti. Naproti tomu ukazatele jako DCF, CFROI nebo SVA jsou
vhodné zejména při rozhodování o investicích. Shrnutí předností a nedostatků uvedených
ukazatelů je provedeno na Obr. 5.

Ukazatel	Účetní ukazatele			Ekonomické ukazatele			Tržní ukazatele	
	Zisk na akci	Rentabilita vlastního kapitálu	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu	Čistá současná hodnota	Ekonomický zisk	Cash flow return on investment	Tržní přidaná hodnota	Celková výnosnost (výnos) vlastního kapitálu
Zkratka	EPS	ROE	ROCE	NPV	EVA	CFROI	MVA	ISR
Silné stránky	Historická data, jednoduchost.	Jednoduchý koncept.	Jednoduchý koncept.	Nelepší kritérium.	Jednoduchý indikátor vycházející z koncepce WACC.	Není omezen jedním rokem.	Mímořádné jednoduchý. Reflektuje spíše celkovou než roční vytvořenou hodnotu.	Reprezentuje tržní výnosnost vlastníků ve středním a dlouhém období.
Slabé stránky	Nezahrnuje faktor rizika. Snadná manipulovatelnost. Nezahrnuje náklady na vlastní kapitál.	Účetní ukazatel, nezahrnuje proto faktor rizika, omezen do jednoho roku, aby byl významný, musí být porovnán s požadovanou výnosností.	Malá propojenost (spojitost) s tvorbou hodnoty. Nezahrnuje faktor rizika.	Obtížné pro výpočet a externí analýzy.	Omezen do jednoho roku. Obtížné pro hodnocení změn v čase.	Komplexní propočet.	Podřízeno tržní volatilitě. Obtížné aplikovatelné pro nekótované společnosti.	Kalkulováno pro příliš krátké období. Ovlivněno tržní volatilitou.

Zdroj: [5]

Obr. 5: Silné a slabé stránky moderních ukazatelů

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Společnost XYZ, a.s. vznikla v roce 1996 v rámci restrukturalizace Společenství ABC, a.s. V roce 2002 se zcela osamostatnila a navázala na svou dosavadní úspěšnou činnost. Dnes se řadí mezi významné stavební firmy v České republice. Předmětem její činnosti jsou stavby jak průmyslové, tak i občanské, bytové nebo inženýrské. Nabídka služeb zahrnuje vše od malých zakázek až po velké projekty, a to vždy s orientací na zákazníka. Zakázky jsou realizovány formou subdodávek, které firma poptává a vybírá na základě výběrových řízení. Firma využívá systém projektového řízení, založený na principech jednoznačného vymezení organizace a odpovědnosti členů zakázkového týmu po celou dobu výstavby, garantuje efektivnost, kvalitu služeb, transparentnost ekonomiky a finančních toků. Mezi své základní pilíře společnost řadí především řízení jakosti, záruky a environmentální politika.

Pro řízení jakosti má společnost zavedený certifikovaný systém jakosti, odpovídající požadavků ČSN EN ISO 9001:2001 na činnost: Příprava a provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací, oprav, rekonstrukcí a jejich odstranění. Dále je ve společnosti zaveden systém environmentálního managementu dle požadavků normy ČSN EN ISO 14001:2005, dle kterého společnost řídí své aktivity tak, aby neznečišťovala životní prostředí a šetrně čerpala přírodní zdroje. Od roku 2008 došlo také k zavedení systému managementu ochrany a bezpečnosti zdraví ČSN OHSAS 18001. Společnost využívá dostupné technické a organizační prostředky pro předcházení všem možnostem negativních jevů, nehod a havárií jak u svých zaměstnanců, tak také u svých dodavatelů.

Díky zvolené strategii a know-how, které společnost vlastní jsou její ekonomické výsledky velice pozitivní. Téměř po celou dobu její existence dochází k růstu obratu. V roce 2007 měla společnost dvojnásobný obrat oproti počátečnímu roku 2002, a v roce 2008 byl tento obrat dokonce čtyřikrát vyšší než v prvním roce.

Tab. 1: Obrat společnosti v letech 2002 – 2008

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat v mil. Kč	141	120	170	221	228	261	557

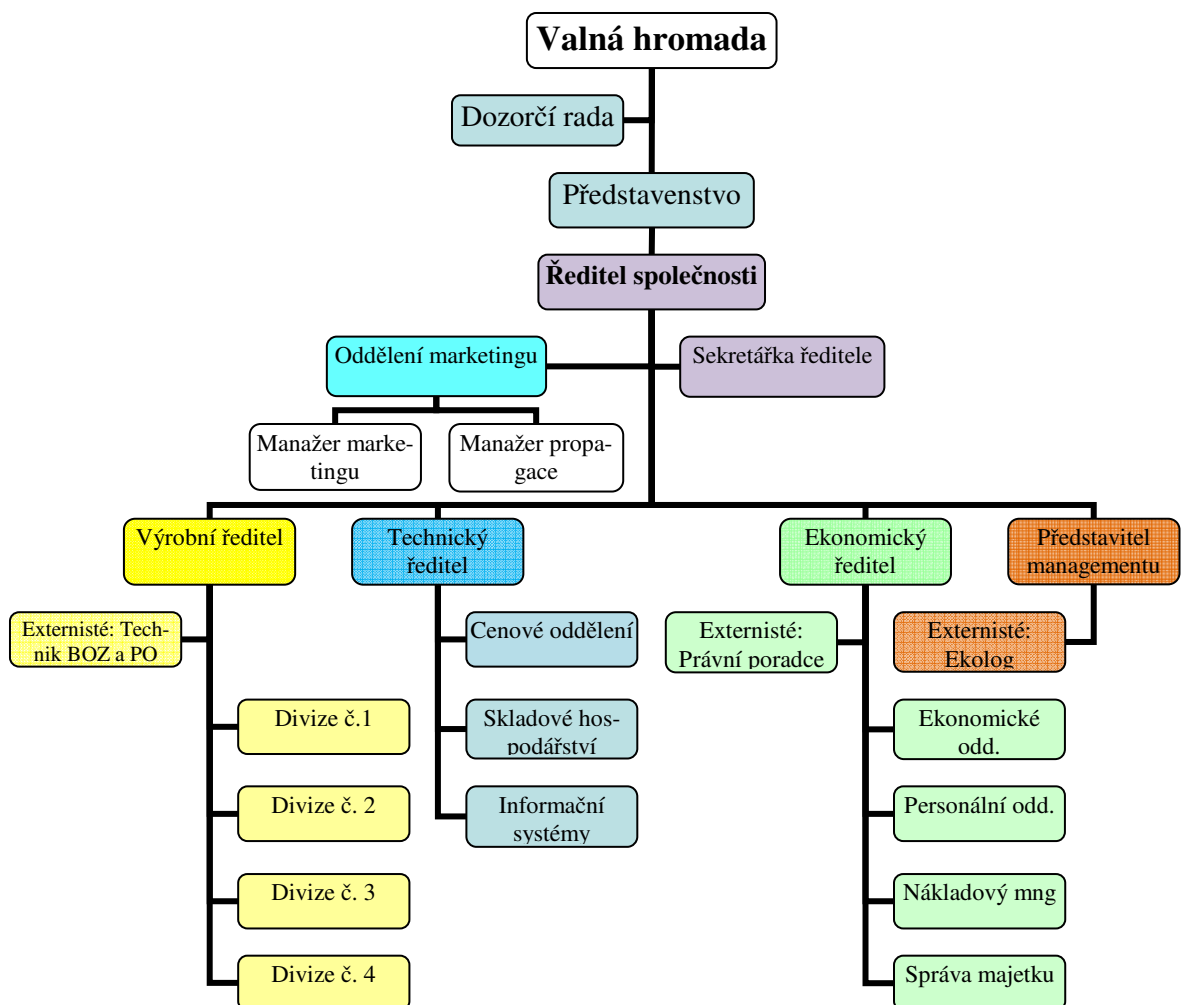
Zdroj: [20]

V roce 2009 založila společnost XYZ, a.s. svou dceřinou společností XYZ Europe - Development nemovitostí: průmyslové a administrativní budovy. Činností dceřiné společnosti je výstavba a následný pronájem či prodej průmyslových a administrativních objektů.

Společnost XYZ, a.s. se věnuje také sponzoringu. Její sponzorské aktivity směřují především do kulturního rozvoje města, jedná se zejména o podporu divadelních a hudebních souborů. Dále také věnovala část svých prostředků na podporu sportovních aktivit. A v neposlední řadě každoročně podporuje Nadaci Terezy Maxové, ze které jsou financovány projekty a aktivity na pomoc dětem. [20]

5.1 Organizační struktura společnosti

Společnost XYZ, a.s. je ve vlastnictví jediného majitele, který je zároveň ředitelem společnosti.



Obr. 6: Organizační struktura společnosti XYZ, a.s. [26]

Průměrný počet zaměstnanců společnosti je 50, jedná se tedy o středě velký podnik. Během sledovaných let se zvýšil počet řídicích pracovníků na dvojnásobek. Tento růst je spojen s růstem společnosti a zvyšujícími se požadavky na řízení.

Tab. 2: Průměrný počet zaměstnanců v letech 2006 - 2009

Rok	2006	2007	2008	2009
Průměrný počet zaměstnanců	51	49	47	50
*z toho řídicích pracovníků	2	2	3	4

Zdroj:[26]

6 ANALÝZA VNĚJŠÍCH PODMÍNEK

6.1 Odvětví stavebnictví

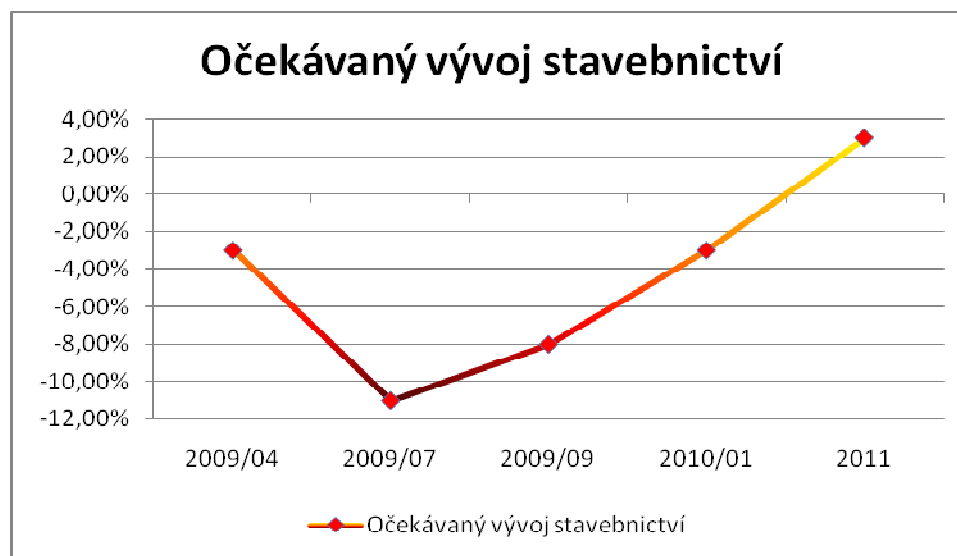
Činnost podniku XYZ, a.s. spadá podle odvětvové klasifikace do OKEČ 45 – Stavebnictví. Tento oddíl zahrnuje všeobecné stavitelství, speciální stavební práce, instalace v budovách a dokončování stavebních prací. Patří sem také stavební práce na nových stavbách, jejich opravy nebo údržba, provádění nástaveb, výstavba objektů v rámci zařízení staveniště a také staveb dočasného charakteru. [4]

Stavebnictví patří mezi důležité odvětví České republiky. Stavební firmy jsou zastoupeny mezi 100 největšími firmami ČR a některé se také řadí mezi významné firmy regionu střední a východní Evropy. Stavebnictví je více než jiná odvětví závislé na stavu ekonomiky státu. Růst investiční výstavby je spolehlivým indikátorem růstu ekonomiky. Naopak v případě poklesu ekonomiky bývá stavebnictví mezi prvními postiženými.

Od roku 2000 rostl objem stavební výroby meziročně o 5-10 % (ve stálých cenách). V roce 2007 byly výsledky dokonce velmi nadprůměrné. Díky růstu rentability vlastního kapitálu na 19,2 % došlo k nárůstu ekonomické přidané hodnoty o 3 mld. Kč. V roce 2008 ale tento růst výrazně zpomalil, v důsledku projevů ekonomické krize. V roce 2009 se stavebnictví podílelo 7-8 % na tvorbě HDP a zaměstnávalo více než 400 tisíc lidí. Dostupné studie vyčíslují multiplikační efekt stavebnictví na zaměstnanost koeficientem 3 až 5, tj. jeden milion korun investovaný do stavebnictví generuje potřebu až čtyř pracovníků ve stavebnictví a v návazných činnostech v průmyslu, v projekci a v souvisejících činnostech. V tomto roce se krize ve stavebnictví projevila nejvíce. Poptávka se prudce snížila a byl predikován až 11 % propad. Naštěstí se tato negativní prognóza nenaplnila a meziroční propad byl „pouze“ 2,5 %. Nižší propad stavitelství zajistilo především inženýrské stavitelství, především v dopravní infrastruktuře, které se zvýšilo o 17 % a vyrovnalo tak 10% propad v pozemním stavitelství.

V roce 2010 se stále očekává propad poptávky, který se bude stále zřetelněji projevovat při postupném dokončování rozpracovaných zakázek a značně sníženém rozsahu nových. Podle studie agentury CEEC Research, firmy očekávají v letošním roce 3,5% pokles pozemního stavitelství a 1,7% úbytek zakázek v inženýrském stavitelství. Přes to ale 52 % stavebních firem předpokládá mírný růst svých tržeb (maximálně do 5 %). Ostatní firmy na

trhu počítají s poklesem tržeb v rozmezí 0 % – 15 %. Firmy vidí jako klíčové faktory pro zajištění své budoucnosti v investicích do navazování nových kontaktů, inovaci své nabídky a zvyšování efektivity svého fungování. [2], [14], [16], [23]



Graf 1: Očekávaný vývoj stavebnictví dle firem v odvětví [vlastní]

6.2 SWOT analýza

Cílem SWOT analýzy je vytyčit silné a slabé stránky podniku a odhalit jeho příležitosti a hrozby.

Tab. 3: SWOT analýza firmy XYZ, a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> + Nový účinnější systém vyhledávání zakázek + Dobré vztahy s dodavateli + Vnitropodniková komunikace + Reorganizace marketingu a posílení o zkušené pracovníky + Sledování aktivit konkurence a situace na trhu + Schopnost řešit velké investiční projekty + Vysoká odbornost a loajalita pracovníků 	<ul style="list-style-type: none"> - Internetové stránky - Nízká likvidita - Kapitálová struktura - Nekoncepčnost marketingových aktivit v minulosti - Slabá pozice v regionu - Nízká jazyková vybavenost pracovníků

Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> + Rozšíření působnosti do dalších zemí + Nárůst počtu inženýrských staveb + Využití nových materiálů a technologií + Rozšíření portfolia subdodavatelů + Oživení ekonomiky - B2B + Zvyšování odbornosti pracovníků – specializace + Projekty dceřiné společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> - Silná konkurence v odvětví - Vliv finanční krize - Ztížení podmínek pro získání zakázek - Zvyšování cen surovin a energií - Legislativní změny v ČR - Špatná platební morálka investorů - Nedodržování termínů ze strany investorů a následné prolínání zakázek

Zdroj: [vlastní]

6.3 Porterův model pěti konkurenčních sil

Porterův model určuje konkurenční tlaky, rivalitu na trhu. Na stav konkurence v odvětví působí 5 základních sil: riziko vstupu potencionálních konkurentů, rivalita mezi stávajícími konkurenty, smluvní síla odběratelů, smluvní síla dodavatelů a hrozba substitučních výrobků. Někdy je také přidávána šestá síla, kterou představuje vláda. Výsledkem společného působení všech uvedených sil je ziskový nebo ztrátový potenciál odvětví. [22]

6.3.1 Vstup nových konkurentů do odvětví

Vstup nových konkurentů do odvětví je možný, ale existují zde jisté bariéry. Stavebnictví je poměrně náročná oblast, ať už technologicky nebo finančně. Jedná se také o takřka nasycený trh, na kterém působí, díky členství ČR v Evropské unii, i mnoho zahraničních firem.

6.3.2 Rivalita mezi stávajícími konkurenty

Konkurence ve stavebnictví je poměrně silná a v důsledku dopadů finanční krize se ještě vyostřila. A přesto, že společnost působí na trhu již 14 let, nezískala si zatím dostatečně silnou pozici v regionu. Ale v letošním roce rozšířila své marketingové oddělení a ztrojnásobila své marketingové aktivity vůči potenciálním investorům. Zavedla také nový systém vyhledávání zakázek a více sleduje dění na trhu.

6.3.3 Smluvní síla dodavatelů

Společnost je na svých dodavatelích poměrně závislá, jelikož je v pozici generálního dodavatele. Naštěstí má ale s většinou subdodavatelů velmi dobré vztahy.

6.3.4 Smluvní síla odběratelů

Zákazníky společnosti XYZ, a.s. jsou především soukromí investoři. Zakázky jsou prováděny přesně podle přání zadavatele, jeho vyjednávací síla je tedy velká. V důsledku investiční krize se navíc boj o zakázky podstatně ztížil. V posledních letech se společnost pokoušela získat i veřejné zakázky ale zatím v této oblasti neuspěla. Se svou snahou ale bude pokračovat i nadále.

6.3.5 Hrozba substitutů

Činnost společnosti XYZ, a.s. zahrnuje stavby průmyslové, občanské a inženýrské včetně jejich změn. Jedná se především o stavby zděné, betonové, ocelové a zemní konstrukce. Substitutem by tedy mohly být dřevostavby nebo stavby kamenné. Hrozba substitutů je zde tedy reálná, ale díky širokému záběru portfolia společnosti, pro ni nepředstavuje velké riziko.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Následující finanční analýza je sestavena za období od roku 2006 do roku 2009. Porovnání s odvětvím stavebnictví je pouze za období 2006 až 2008, jelikož finanční výsledky za rok 2009 nebyly v době zpracovávání analýzy dostupné.

7.1 Majetková a finanční struktura podniku (rozbor rozvahy)

Základní informace o majetkové struktuře firmy nám poskytne pohled na jednotlivé položky aktiv v rozvaze. Z hlediska majetkové struktury společnosti XYZ, a.s. můžeme říci, že podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech je mírně rostoucí. V roce 2009 byl ale nárůst výrazný, v porovnání s rokem 2006 se jeho objem zvýšil 24x. Oproti situaci v odvětví je ale firma silně pod odvětvovým průměrem. To je způsobeno především tím, že firma využívá při realizaci zakázek subdodávek a její požadavky na DM tedy nejsou tak vysoké. Při pohledu na oběžná aktiva, zjistíme, že jejich převážnou část (80 % - 90 %) tvoří pohledávky, především krátkodobé pohledávky z obchodního styku. Tento podíl na OA je mnohem vyšší než v odvětví, kde je průměr pohledávek na OA okolo 53 %. V roce 2008 byly krátkodobé pohledávky téměř dvojnásobné, než v předchozím roce. To bylo způsobeno získáním významné zakázky, která měla také vliv na vyšší objem krátkodobých závazků z obchodního styku. Procento krátkodobého finančního majetku je velmi nízké, což může firmě způsobit problémy v oblasti likvidity.

U vývoje finanční struktury je nejdůležitější skutečnost, že položka vlastního kapitálu absolutně roste, stejně jako v odvětví. Vezmeme-li v potaz i zvýšení základního kapitálu, znamená to, že je společnost trvale zisková. To potvrzuje i položka výsledku hospodaření běžného období, která kromě stálého růstu, zaznamenala v posledním sledovaném roce rapidní nárůst. Z cizích zdrojů financování upřednostňuje firma YXZ, a.s. krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Stejně tomu je i v odvětví, i když poměr těchto zdrojů k celkové sumě pasiv je v odvětví výrazně nižší. Krátkodobé závazky tvoří 90 % cizích zdrojů firmy, s výjimkou roku 2009 kdy došlo k snížení tohoto podílu na 66 %.

Tab. 4: Procentuální rozbor položek majetkové a finanční struktury – XYZ, a.s.

(v tis. Kč)	2006		2007		2008		2009	
AKTIVA CELKEM	135813	100,00%	156435	100,00%	251967	100,00%	137155	100,00%
Dlouhodobý majetek	716	0,53%	493	0,32%	7813	3,10%	17192	12,53%
DNM	0	0,00%	0	0,00%	1010	0,40%	0	0,00%
DHM	716	0,53%	493	0,32%	4803	1,91%	8156	5,95%
DFM	0	0,00%	0	0,00%	2000	0,79%	9036	6,59%
Oběžná aktiva	134891	99,32%	155810	99,60%	243540	96,66%	119598	87,20%
Zásoby	35822	26,38%	0	0,00%	7212	2,86%	0	0,00%
Dl. Pohledávky	8092	5,96%	13954	8,92%	0	0,00%	0	0,00%
Kr. pohledávky	90568	66,69%	139884	89,42%	235178	93,34%	113809	82,98%
Kr. fin. majetek	409	0,30%	1972	1,26%	1150	0,46%	5789	4,22%
Časové rozlišení	206	0,15%	132	0,08%	614	0,24%	365	0,27%
PASIVA CELKEM	135813	100,00%	156435	100,00%	251967	100,00%	137155	100,00%
Vlastní kapitál	1177	0,87%	1775	1,13%	3573	1,42%	33925	24,73%
ZK	1000	0,74%	1000	0,64%	1000	0,40%	5000	3,65%
Kapitálové fondy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Rezervní fondy	196	0,14%	196	0,13%	225	0,09%	226	0,16%
HV minulých let	-507	-0,37%	-19	-0,01%	549	0,22%	2347	1,71%
VH B.O.	488	0,36%	598	0,38%	1799	0,71%	26352	19,21%
Cizí zdroje	134565	99,08%	154466	98,74%	248334	98,56%	103174	75,22%
Rezervy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Dl. Závazky	58	0,04%	35	0,02%	49	0,02%	49	0,04%
Kr. závazky	124061	91,35%	138131	88,30%	225385	89,45%	90044	65,65%
Bankovní úvěry a výpomoci	10446	7,69%	16300	10,42%	22900	9,09%	13081	9,54%
BÚ a fin. výp. Kr.	10446	7,69%	16300	10,42%	22900	9,09%	13081	9,54%
BÚ dlouhodobé	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Časové rozlišení	71	0,05%	194	0,12%	60	0,02%	56	0,04%

Zdroj: [vlastní]

Tab. 5: Procentuální rozbor položek majetkové a finanční struktury - odvětví

(v tis. Kč)	2006		2007		2008	
AKTIVA CELKEM	159498	100,00%	180900	100,00%	180150	100,00%
Dlouhodobý majetek	39085	24,51%	43868	24,25%	44272	24,58%
DNM+DHM	27808	17,43%	30047	16,61%	28518	15,83%
DFM	11276	7,07%	13821	7,64%	15754	8,74%
Oběžná aktiva	117596	73,73%	135018	74,64%	133473	74,09%
Zásoby	13467	8,44%	15406	8,52%	12294	6,82%
Pohledávky dl.+kr.	86478	54,22%	95545	52,82%	96037	53,31%
Kr. fin. majetek	17654	11,07%	24067	13,30%	25142	13,96%
Časové rozlišení	2817	1,77%	2013	1,11%	2405	1,33%

PASIVA CELKEM	159498	100,00%	180900	100,00%	180150	100,00%
Vlastní kapitál	50646	31,75%	57623	31,85%	59549	33,06%
ZK	18832	11,81%	19878	10,99%	20653	11,46%
Nerzděl. Zisk + fondy	22870	14,34%	28685	15,86%	28791	15,98%
VH běžného období	8944	5,61%	9059	5,01%	10105	5,61%
Cizí zdroje	102919	64,53%	121890	67,38%	118653	65,86%
Rezervy	8621	5,41%	9824	5,43%	10577	5,87%
Dl. Závazky	7567	4,74%	8714	4,82%	10550	5,86%
Kr. závazky	80783	50,65%	93693	51,79%	87901	48,79%
Bankovní úvěry a výpomoci	5947	3,73%	9659	5,34%	9624	5,34%
BÚ a fin. výp. Kr.	4190	2,63%	7553	4,18%	7505	4,17%
BÚ dlouhodobé	1757	1,10%	2106	1,16%	2119	1,18%
Ostatní pasiva	5933	3,72%	1386	0,77%	1948	1,08%

Zdroj: [vlastní]

Vývojové trendy položek majetkové a finanční struktury firmy i odvětví viz příloha PI a PII

Podíl pohledávek po splatnosti firmy XYZ, a.s. je poměrně vysoký. A jejich částka se zvyšuje. V roce 2006 byl ukončen konkurz na dva odběratele (Hejp, s.r.o. a Martinovský - stavební firma) a do nákladů bylo odepsáno 11 104 tis. Kč. Na pohledávky po splatnosti déle než 180 dnů vytváří firma opravné položky. Řešením této situace by mohl být prodej pohledávek po splatnosti firmám, které se zabývají jejich odkupem i po době splatnosti. Platí zde pravidlo, čím dřív je pohledávka prodána, tím víc za ni firma dostane. Prodej pohledávek po splatnosti by firmě pomohl získat hotové peněžní prostředky, které by zlepšily její likviditu. Firma ale zatím tuto možnost nevyužívá. Své pohledávky po splatnosti předává svému právnímu zástupci, který navrhne další postup pro jejich vymáhání.

Tab. 6: Pohledávky po splatnosti – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Pohledávky po splatnosti	19 482	45 884	37 030	54 394
* nad 360 dnů	x	13756	20726	33 060
Pohledávky celkem	98 660	153 838	235 178	113 809
Podíl pohled. po splatnosti	19,75%	29,83%	15,75%	47,79%

Zdroj: [vlastní]

Na druhou stranu i sama firma XYZ, a.s. má několik závazků, kterým již vypršela splatnost. Jejich splácení se ale nevyhýbá a vždy se snaží dojednat s dodavatelem nový splátkový kalendář. Jen výjimečně je firma za tyto závazky po splatnosti penalizována a nikdy se však nedostala do situace, že by na ni bylo vyhlášeno insolventní řízení.

7.2 Analýza výnosů a nákladů (výkaz zisku a ztráty)

Při pohledu na výkaz zisku a ztráty je evidentní, že se analyzovaná firma nezabývá prodejem zboží a její výnosy představují výnosy za vlastní výrobky a služby. Také v odvětví jsou tržby za zboží pouze zanedbatelnou položkou, která se pohybuje okolo 1 % - 2 % na celkových výnosech. Položka výkonů se s výjimkou roku 2009 zvyšovala a to především díky zvyšování tržeb za vlastní výrobky a služby. V roce 2009 byly výkony o 30 % nižší než v předchozím roce, ale celkově byly vyšší než v roce 2006 a 2007. Výkonová spotřeba měla stejný průběh jako výkony, ale pozitivní je, že růst byl nižší než u výkonů, což umožnilo společnosti dosáhnout vyššího zisku. Naopak v odvětví došlo v roce 2007 k poklesu výkonů, přestože výkonová spotřeba stále rostla.

U nákladů lze konstatovat poměrně stabilní podíl všech druhů nákladů na celkových nákladech. Výjimkou jsou pouze osobní náklady, které v posledním sledovaném roce vzrostly o 44 %. Nejvíce se na celkových nákladech podílí výkonová spotřeba, která tvoří v průměru 90 %, další výraznější položkou jsou již zmíněné osobní náklady, které z 8,5 % vzrostly až na 14 %. U odvětví tvoří nejvýznamnější položkou nákladů také výkonová spotřeba, ale její podíl je o cca 10 % nižší než u analyzované firmy. Jako druhou nejvýznamnější položkou jsou zde také osobní náklady, které měly spíše klesající tendenci.

Tab. 7: Procentní rozbor položek výnosů a nákladů – XYZ, a.s.

(v tis. Kč)	2006		2007		2008		2009	
Tržby za zboží	0	x	0	x	0	x	0	x
Výkony	226386	99,36%	260679	99,71%	548660	98,38%	391462	98,49%
*Tržby za vl. výrobky a služby	190564	84,18%	296501	113,74%	540438	98,50%	397704	101,59%
*Změna stavu zásob	35822	15,82%	-35822	-13,74%	7212	1,31%	-6242	-1,59%
*Aktivace	0	0,00%	0	0,00%	1010	0,18%	0	0,00%
Ostatní výnosy	1467	0,64%	764	0,29%	9047	1,62%	5994	1,51%
VÝNOSY	227853	100%	261443	100%	557707	100%	397456	100%
Náklady na zboží	0	x	0	x	0	x	0	x
Výkonová spotřeba	200960	88,39%	235307	90,21%	496136	89,25%	311678	83,99%
Nákladové úroky	170	0,07%	687	0,26%	1369	0,25%	1050	0,28%
Odpisy DHM a DNM	573	0,25%	223	0,09%	567	0,10%	1355	0,37%

Osobní náklady	19318	8,50%	22387	8,58%	36131	6,50%	52082	14,03%
Změna stavu rezerv a OP	-9113	-4,01%	0	0,00%	14420	2,59%	-1255	-0,34%
Ostatní náklady	15457	6,80%	2241	0,86%	7285	1,31%	6194	1,67%
NÁKLADY	227365	100%	260845	100%	555908	100%	371104	100%

Zdroj: [vlastní]

Tab. 8: Procentní rozbor položek výnosů a nákladů - odvětví

(v tis. Kč)	2006		2007		2008	
Tržby za prodej zboží	4958	1,96%	5633	1,93%	3173	1,09%
Výkony	231526	91,54%	205712	70,36%	256714	88,58%
*Tržby za vl. výrobky a služby	231571	91,55%	246412	84,28%	255063	88,01%
*Změna stavu zásob	-3150	-1,25%	791	0,27%	-2020	-0,70%
*Aktivace	3105	1,23%	3509	1,20%	3672	1,27%
Ostatní výnosy	16452	6,50%	81038	27,72%	29916	10,32%
VÝNOSY	252936	100,00%	292384	100,00%	289803	100,00%
Náklady na zboží	4485	1,86%	4982	1,78%	2754	1,00%
Výkonový spotřeba	195808	81,27%	209801	74,86%	215853	78,05%
Nákladové úroky	525	0,22%	1727	0,62%	1042	0,38%
Odpisy DHM a DNM	3290	1,37%	3958	1,41%	3691	1,33%
Osobní náklady	30972	12,85%	24547	8,76%	27129	9,81%
Změna stavu rezerv a OP	x	x	10689	3,81%	-1028	-0,37%
Ostatní náklady	5862	2,43%	24547	8,76%	27129	9,81%
NÁKLADY	240942	100,00%	280251	100,00%	276570	100,00%

Zdroj: [vlastní]

Tab. Vývojové trendy položek výnosů a nákladů firmy i odvětví viz příloha PIII a PIV

7.3 Analýza hospodářského výsledku

Tabulka 9 zobrazuje vývoj jednotlivých výsledků hospodaření na sledované období. Z tabulky vyplývá, že se firmě podařilo postupně zvyšovat zisk, dokonce tak, že v roce 2009 dosáhl 54 násobku zisku z roku 2006. Vyšší zisk je zapříčiněn nejen zvýšením počtu zakázek ale také jejich vyšším finančním objemem. Především v roce 2008, když firma získala významnou zakázku, jejíž realizace byla dokončena v roce 2009. Což potvrzuje také nárůst tržeb, který byl v roce 2009 téměř o 209 % vyšší než v roce 2006.

Tab. 9: Vývoj hospodářského výsledku - XYZ, a.s.

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Provozní VH	1927	1953	6607	27442

Finanční VH	-334	-777	-1424	-1075
Mimořádný VH	0	0	0	0
VH za účetní období	488	598	1799	26353
VH před zdaněním	1593	1176	5183	26368
VH před zdaněním a úroky	1763	1863	6552	27418
Nákladové úroky	170	687	1369	1050

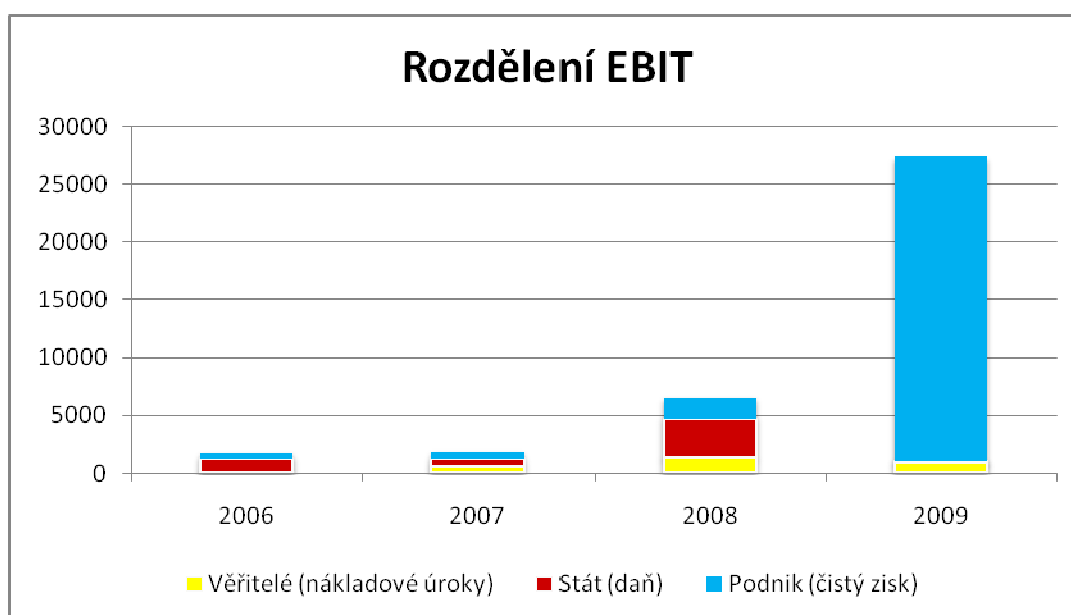
Zdroj: [vlastní]

Také čistý zisk podniku se neustále zvyšuje. Nárůst podílu pro věřitele ve formě úroků se zvyšoval do roku 2008 a v roce 2009 mírně klesl. Jeho nárůst je však mnohem nižší než nárůst čistého zisku, tedy prostředků, které zůstanou podniku.

Tab. 10: Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním – XYZ, a.s.

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
EBIT	1763	1863	6552	27418
Věřitelé (nákladové úroky)	170	687	1369	1050
Stát (daň)	1105	578	3384	15
Podnik (čistý zisk)	488	598	1799	26353

Zdroj: [vlastní]



Graf 2: Rozdělení EBITu v letech 2006 – 2009 [vlastní]

7.4 Analýza čistého pracovního kapitálu

Vývoj ČPK měl stoupající tendenci s výjimkou roku 2008, kdy se dostal do záporných hodnot. I když hodnota ČPK není příliš vysoká, můžeme říci, že má firma dostatečný „fi-

nanční polštář“ pro krytí neočekávaných závazků. V roce 2008 mělo negativní vlit na ČPK především prudké zvýšení krátkodobých závazků, které byly téměř o 88 milionů vyšší než v předešlém roce, a dále také došlo k mírnému zvýšení krátkodobého úvěru. Krátkodobé závazky byly tedy vyšší než krátkodobý majetek, a čistý pracovní kapitál se tak dostal do záporných hodnot, na – 4 745 tisíc.

Tab. 11: Vývoj čistého pracovního kapitálu – XYZ, a.s.

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Čistý pracovní kapitál	384	1 379	-4 745	16 473

Zdroj: [vlastní]

7.5 Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Firma XYZ, a.s. vykazuje velmi nadprůměrné zadlužení, a to jak ve srovnání s odvětvím, tak s doporučenými hodnotami. Zadlužení firmy se pohybuje okolo 99 % s výjimkou roku 2009. Toto zadlužení je způsobeno velkým objemem krátkodobých závazků z obchodního styku, nikoliv zadlužením v podobě úvěrů. To dokazuje i ukazatel úrokového krytí, který se i přes tak vysokou míru zadluženosti pohybuje v roce 2006 a 2009 výrazně nad doporučenou hodnotou cca 5 a v roce 2007 se této hodnotě hodně přibližuje. Krytí dlouhodobého majetku jak dlouhodobými zdroji, tak i vlastním kapitálem nebylo splněno pouze v roce 2008. V odvětví jsou tyto ukazatele stabilní a vykazují mírný růst. Naopak ukazatel úrokového krytí má v odvětví spíše klesající tendenci, ale také se ve sledovaných letech pohybuje nad doporučenou hodnotou 5. Z grafu 3 je patrné, že v posledním sledovaném roce došlo jak ke zvýšení dlouhodobého majetku, tak i ke zvýšení základního kapitálu.

Tab. 12: Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury – XYZ, a.s.

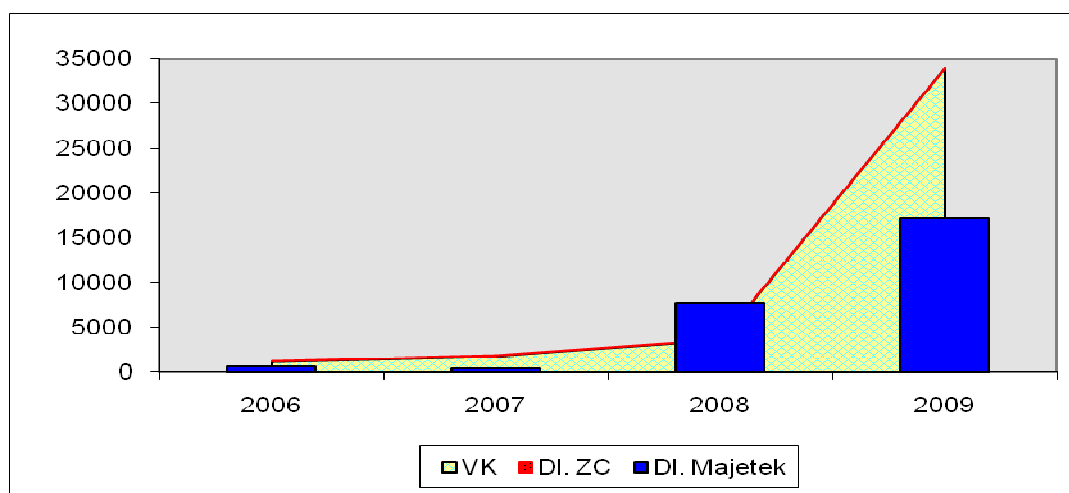
	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	99,08%	98,74%	98,56%	75,22%
Míra zadluženosti	114,33	87,02	69,50	3,04
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	0,04%	0,02%	0,02%	0,05%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dl. kapitál	4,70%	1,93%	1,35%	0,14%
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	1,64	3,60	0,46	1,97
Dl. Zdroje/Dl majetek	1,72	3,67	0,46	1,98
Ukazatele úrokového krytí	10,37	2,71	4,79	26,11

Zdroj: [vlastní]

Tab. 13: Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury - odvětví

	2006	2007	2008
Celková zadluženost	64,53%	67,38%	65,86%
Míra zadluženosti	2,03	2,12	1,99
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	9,06%	8,88%	10,68%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dl. kapitál	15,55%	15,81%	17,54%
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	1,30	1,31	1,35
Dl. Zdroje/Dl majetek	1,53	1,56	1,63
Ukazatele úrokového krytí	23,86	8,02	13,70

Zdroj: [vlastní]



Graf 3: Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji [vlastní]

7.6 Analýza likvidity

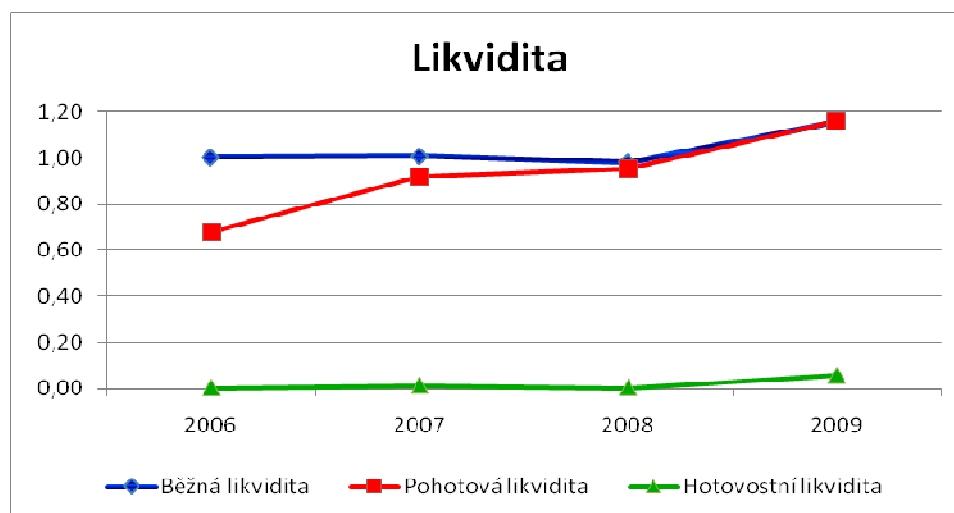
Ukazatel běžné likvidity dosahuje u analyzované společnosti nižších hodnot, než je tomu v odvětví. Ovšem i odvětví se nachází mírně pod doporučenými hodnotami. U ukazatele pohotovostní likvidity můžeme kladně hodnotit jeho stoupající tendenci a také jeho přibližování se hodnotám v odvětví i doporučené hodnotě dle Ministerstva průmyslu a obchodu. Největší problém můžeme spatřit u hotovostní likvidity, kdy je firma dle tohoto ukazatele absolutně nelikvidní. V prvních třech analyzovaných letech je hodnota této likvidity nulová. V roce 2009 můžeme vidět mírný náznak pokusu o zlepšení, přesto by ale firma nebylo schopna okamžitě reagovat při výskytu nečekané potřeby finančních prostředků. Společnost XYZ, a.s. ale využívá pro své financování kontokorentní úvěr, který je nastaven na limit 20 mil. Kč. V případě, že tento limit již není přečerpán, může jej podnik využít k získání potřebných peněžních prostředků a zvýšení své hotovostní likvidity.

Srovnání ČPK jak s aktivy, tak i s oběžnými aktivy dosahuje velmi nízkých hodnot. V prvních dvou letech jsou hodnoty zanedbatelné, jelikož nedosahují ani hranice jednoho procenta. V roce 2008 dokonce dosáhly záporných hodnot, v důsledku záporného čistého pracovního kapitálu. V posledním analyzovaném roce došlo k výraznému zlepšení, přesto se ale neblíží doporučovaným hodnotám okolo 30 – 50 %.

Tab. 14: Ukazatele likvidity – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	1,00	1,01	0,98	1,16
Pohotovává likvidita	0,68	0,92	0,95	1,16
Hotovostní likvidita	0,00	0,01	0,00	0,06
ČPK/OA	0,28%	0,89%	-1,95%	13,77%
ČPK/A	0,28%	0,88%	-1,88%	12,01%

Zdroj: [vlastní]



Graf 4: Vývoj likvidity v letech 2006 – 2009 – XYZ, a.s. [vlastní]

Tab. 15: Likvidita - odvětví

	2006	2007	2008	Doporučení MPO
Běžná likvidita	1,38	1,33	1,40	1,5 – 2
Pohotovává likvidita	1,23	1,18	1,27	1
Hotovostní likvidita	0,21	0,24	0,26	0,2

Zdroj: [vlastní]

7.7 Analýza rentability

Ukazatele rentability ukazují, že je společnost XYZ, a.s. trvale mírně zisková. Pozitivní je především rostoucí zisková marže, která v roce 2009 přesáhla i odvětví. Tento pozitivní vývoj byl způsoben především zvýšením počtu zakázek i jejich objemu. Ziskovost vložených prostředků (vlastního i celkového kapitálu) je od roku 2006 vyšší než výnosové úroky poskytované bankou, a také v případě rentability celkového kapitálu vyšší než ziskovost v odvětví. Dále můžeme říci, že je firma schopna, stejně jako firmy v odvětví, efektivně využívat cizí úročný kapitál, jelikož jej zhodnocuje více, než činí placené úroky za tento kapitál.

Tab. 16: Ukazatele rentability – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Rentabilita tržeb	0,26%	0,20%	0,33%	6,63%
Rentabilita výnosů	0,77%	0,71%	1,17%	6,90%
Rentabilita celkového kapitálu	1,30%	1,19%	2,60%	19,99%
Rentabilita úplatného kap.	15,17%	10,31%	24,75%	58,33%
Rentabilita VK	41,46%	33,69%	50,35%	77,68%

Zdroj: [vlastní]

Tab. 17: Ukazatele rentability - odvětví

	2006	2007	2008
Rentabilita tržeb	3,78%	3,59%	3,91%
Rentabilita výnosů	4,95%	4,74%	4,93%
Rentabilita celkového kapitálu	7,85%	7,66%	7,92%
Rentabilita úplatného kapitálu	22,13%	20,60%	20,64%
Rentabilita VK	17,66%	15,72%	16,97%

Zdroj: [vlastní]

7.7.1 Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (multiplikátor VK)

„Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu mají dva faktory – úroková redukce zisku a tzv. finanční páka, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně.“ [18] Zvýšení zadluženosti se projeví růstem finanční páky, což má podle tohoto ukazatele pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Na druhé straně má ale zvýšení cizích zdrojů vliv na zvýšení nákladových úroků, což snižuje zisk plynoucí investorům a pokles úrokové redukce zisku a

tím i rentability VK. Společný vliv úrokové redukce zisku a finanční páky vyjadřuje jejich součin - multiplikátor kapitálu akcionářů. [18]

V případě společnosti XYZ, a.s. můžeme hodnotit pozitivně, že se multiplikátor pohybuje nad hranicí 1 ve všech analyzovaných letech. Jeho hodnota přesto zaznamenala v průběhu let velký pokles. Je tomu tak především proto, že v roce 2006 měla společnost velmi nízký vlastní kapitál a také její zadlužení bylo poměrně nízké. V letech 2007 a 2008 došlo ke zvýšení hodnoty vlastního kapitálu a také se společnost více zadlužila, což mělo vliv na snížení úrokové redukce zisku. V následujícím roce pak společnost zvýšila svůj VK na desetinásobek oproti roku předchozím a tím se snížil ukazatel finanční páky. Takže i přes nižší zadlužení se hodnota multiplikátoru snížila na 3,89 z původní hodnoty 104,26.

Tab. 18: Multiplikátor VK – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
EBT/EBIT	0,90	0,63	0,79	0,96
A/VK	115,39	88,13	70,52	4,04
Multiplikátor	104,26	55,63	55,79	3,89

Zdroj: [vlastní]

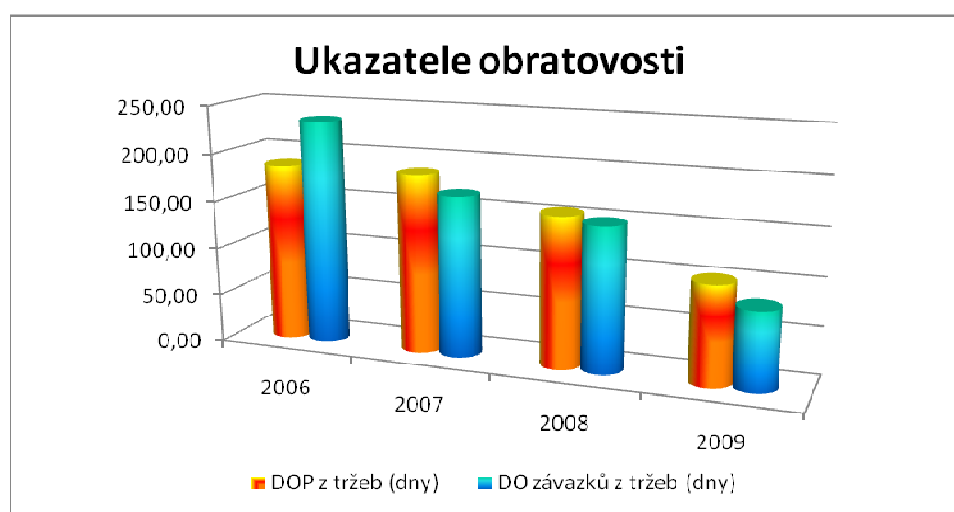
7.8 Analýza aktivity

Porovnáme-li obratovost celkových aktiv počítanou na bázi tržeb a na bázi výnosů u společnosti XYZ, a.s. nenalezneme zde výrazný rozdíl. To svědčí o nepatrné váze změny stavu zásob nedokončené výroby, aktivace, finančních výnosů, atd. ve výnosech. Obrat celkových aktiv je vyšší než požadovaná hodnota 1. To znamená, že z jedné koruny majetku je dosažena víc než jedna koruna tržeb, resp. výnosů. V odvětví je situace velmi podobná. Jelikož firma nevlastní téměř žádné zásoby, je jejich doba obratu zásob velmi nízká, až nulová. V případě doby obratu pohledávek, dosahuje analyzovaná firma horších výsledků, než odvětví tzn., není schopna dostat své pohledávky zaplacený dřív, než je tomu v odvětví a neefektivně tak úvěruje své odběratele, čímž dochází k prodloužení peněžního cyklu. Srovnáme-li dobu obratu pohledávek a závazků, vidíme, že firma své závazky platí dříve, než dostává zaplacený své pohledávky, s výjimkou roku 2006. Z grafu 5 je patrné, že tento rozdíl není až tak velký, cca 6 – 19 dnů. V odvětví je situace opačná, průměrná firma z odvětví dostane svou pohledávku zaplacenou o 3 – 10 dnů dříve, než zaplatí svůj závazek.

Tab. 19: Ukazatele aktivity – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,40	1,90	2,14	2,90
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,68	1,67	2,21	2,90
DOZ (dny)	67,67	0,00	4,80	0,00
DOP z tržeb (dny)	186,38	186,78	156,66	103,02
DO závazků z tržeb (dny)	234,48	167,76	150,17	81,55
Obratovost pohledávek	1,93	1,93	2,30	3,49
Obratovost závazků	1,54	2,15	2,40	4,42

Zdroj: [vlastní]



Graf 5: Vývoj ukazatelů obratovosti v letech 2006 – 2009 [vlastní]

Tab. 20: Ukazatele aktivity - odvětví

	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,48	1,39	1,43
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,59	1,62	1,61
DOZ	20,50	22,00	17,14
DOP z tržeb	131,62	136,47	133,88
DOZ z tržeb	134,47	146,27	137,25
Obratovost pohledávek	2,74	2,64	2,69
Obratovost závazků	2,68	2,46	2,62

Zdroj: [vlastní]

7.9 Spider analýza

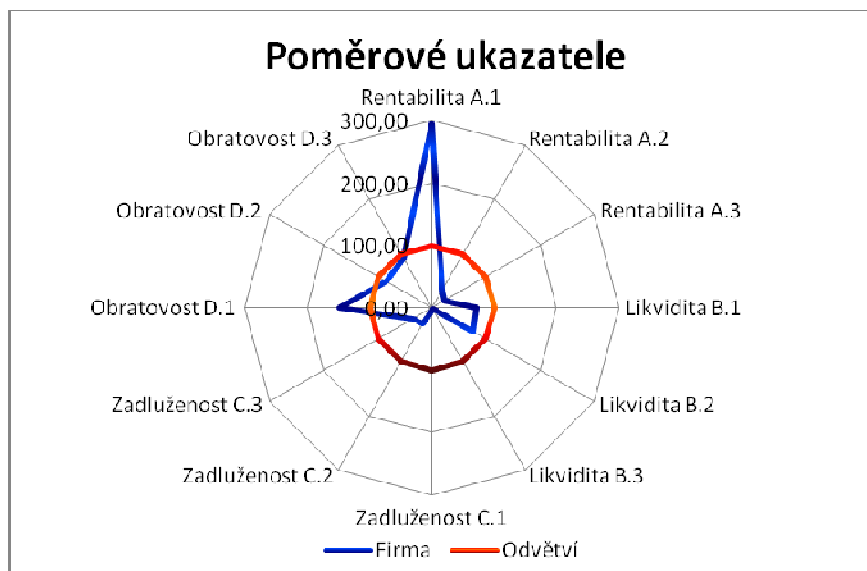
Tabulka 21 znázorňuje výsledky 4 základních skupin poměrových ukazatelů – zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity za rok 2008 u firmy i za odvětví. Z grafu 6 můžeme vy-

číst, že odvětví dosahuje lepších výsledků především v oblasti likvidity a zadluženosti. Dále také společnost zaostává za odvětvím u rentability aktiv a výnosů, naopak rentabilita vlastního kapitálu firmy XYZ, a.s. výrazně převyšuje tuto rentabilitu v odvětví. V případě ukazatelů obratovosti je firma téměř srovnatelná s odvětvím. Výjimkou je pouze obratovost aktiv, která je u společnosti vyšší než v odvětví.

Tab. 21: Porovnání poměrových ukazatelů u společnosti a odvětví v roce 2008

		Rok 2008	Firma XYZ	Odvětví
Rentabilita	A.1	Rentabilita VK	50,35%	16,97%
	A.2	Rentabilita aktiv	2,60%	7,92%
	A.3	Rentabilita výnosů	1,17%	4,93%
Likvidita	B.1	Běžná likvidita	0,98	1,40
	B.2	Pohotovná likvidita	0,95	1,27
	B.3	Hotovostní likvidita	0,00	0,26
Zadluženost	C.1	VK/A	0,01	0,33
	C.2	Krytí dl.majetku dl.kapitálem	0,46	1,63
	C.3	Úrokové krytí	4,79	13,70
Obratovost	D.1	Obratovost aktiv	2,14	1,43
	D.2	Obratovost pohledávek	2,30	2,69
	D.3	Obratovost závazků	2,40	2,62

Zdroj: [vlastní]



Graf 6: Poměrové ukazatele – společnost XYZ, a.s. a odvětví v roce 2008 [vlastní]

7.10 Další ukazatele

Přidaná hodnota na zaměstnance rostla ve všech analyzovaných letech. Především v posledním roce zaznamenala dvojnásobný růst. Stejně tak i tržby na jednoho zaměstnance rostly až do roku 2008, kdy dosáhly svého maxima a poté klesly. Stále však zůstaly na vyšší úrovni než v prvních dvou letech. S růstem přidané hodnoty na zaměstnance rostly ve stejném poměru také osobní náklady. Podíl výkonové spotřeby na výnosech se od roku 2007 snižoval a přibližoval se tak hodnotám v odvětví. Naopak podíl osobních nákladů na výnosech má analyzovaná firma nižší než odvětví, stejně jako podíl odpisů. To je způsobeno tím, že firma využívá méně dlouhodobého majetku než firmy v odvětví. V porovnání s odvětvím je struktura přidané hodnoty srovnatelná především v roce 2008. Nejvíce však firma zaostává v podílu hospodářského výsledku na přidané hodnotě, a to až o 27 %. V roce 2009 ale došlo k prudkému zvýšení podílu a můžeme tedy předpokládat, že tato hodnota převýší i průměr v odvětví.

Tab. 22: Další ukazatele – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
Přidaná hodnota/Počet zaměstnanců	489,96	518,90	539,83	1050,48
Tržby/Počet zaměstnanců	3736,55	6051,04	11498,68	7954,08
Osobní náklady/Počet zaměstnanců	378,78	456,88	768,74	1041,64
Výkonová spotřeba/Výnosy	88,20%	90,00%	88,96%	78,42%
Osobní náklady/Výnosy	8,48%	8,56%	6,48%	13,10%
Odpisy/Výnosy	0,25%	0,09%	0,10%	0,34%
Nákladové úroky/Výnosy	0,07%	0,26%	0,25%	0,26%
Přidaná hodnota/Výnosy	11,16%	9,70%	9,42%	13,22%
Osobní náklady/Přidaná hodnota	75,98%	88,24%	68,79%	99,16%
Odpisy/Přidaná hodnota	2,25%	0,88%	1,08%	2,58%
Nákladové úroky/Přidaná hodnota	0,67%	2,71%	2,61%	2,00%
VH před zdaněním/Přidaná hodnota	6,27%	4,64%	9,87%	50,20%

Zdroj: [vlastní]

Tab. 23: Další ukazatele - odvětví

	2006	2007	2008
Výkonová spotřeba/Výnosy	77,41%	71,76%	74,48%
Osobní náklady/Výnosy	12,24%	8,40%	9,36%
Odpisy/Výnosy	1,30%	1,35%	1,27%
Nákladové úroky/Výnosy	0,21%	0,59%	0,36%
Přidaná hodnota/Výnosy	14,31%	14,21%	14,24%

Osobní náklady/Přidaná hodnota	85,58%	59,06%	65,72%
Odpisy/Přidaná hodnota	9,09%	9,52%	8,94%
Nákladové úroky/Přidaná hodnota	1,45%	4,16%	2,52%
VH před zdaněním/Přidaná hodnota	33,16%	29,19%	32,05%

Zdroj: [vlastní]

7.11 Souhrnné ukazatele

K analýze finanční situace podniku XYZ, a.s. jsem vybrala nejpoužívanější vícerozměrné ukazatele – Altmanovo Z-skóre a Index IN01.

7.11.1 Altmanovo Z-skóre

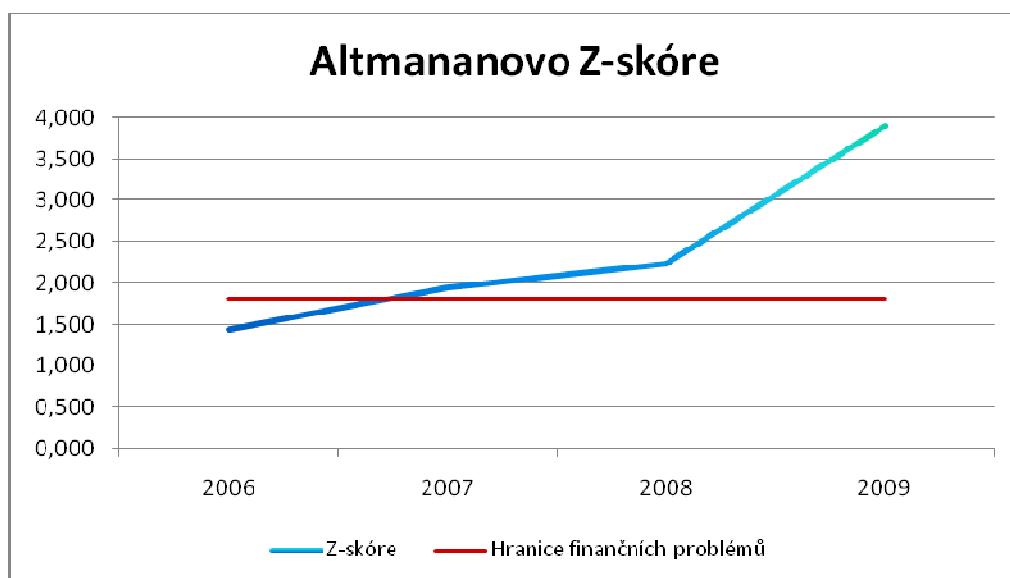
Altmanův model vychází z předpokladu, že pokud firma přesáhne hodnotu Z vyšší než 2,99, má spokojivou finanční situaci. Pokud se hodnota Z nachází mezi 1,81 až 2,99 pak můžeme o firmě říci, že má nevyhraněnou finanční situaci a při Z menší než 1,81 má firma velké finanční potíže.

U analyzované firmy můžeme pozitivně hodnotit zejména stoupající tendenci hodnoty Z-skóre. V roce 2006 měla ale firma vážné finanční problémy. Stejně tak tomu bylo i v roce 2007, když se ukazatel dostal mírně nad hodnotu signalizující finanční problémy. Hlavním důvodem byly nízké tržby a v porovnání s nimi vysoké náklady, které byly důvodem nižšího zisku. V dalším roce se firma posunula do šedé zóny a v roce 2009 překročila hodnotu 2,99. Můžeme tedy říci, že měla v tomto roce dobrou finanční situaci. Tento pozitivní vývoj můžeme připsat především zvýšení obratovosti aktiv a také dosažení vyššího zisku v posledním analyzovaném roce.

Tab. 24: Výpočet Altmanova Z-skóre – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
0,717 x ČPK/A	0,002	0,006	-0,014	0,086
0,847 x ČZ/A	0,003	0,003	0,006	0,163
3,107 x EBIT/A	0,041	0,037	0,081	0,621
0,420 x VK/Cizí zdroje	0,004	0,005	0,006	0,138
0,998 x T/A	1,400	1,892	2,141	2,894
Z-skóre	1,450	1,943	2,220	3,902

Zdroj: [vlastní]



Graf 7: Vývoj Altmanova Z-skóre v letech 2006 – 2009[vlastní]

7.11.2 Index IN

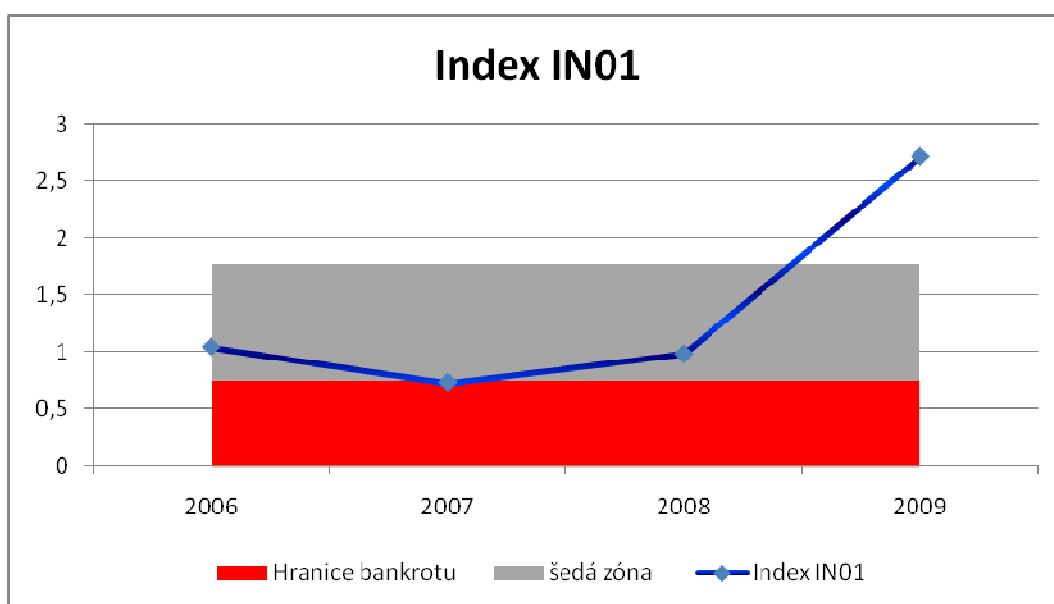
Dle Indexu IN01 zjišťujeme, zda podnik tvoří hodnotu nebo zda spěje k bankrotu. Pokud je hodnota indexu vyšší než 1,77, pak podnik tvoří hodnotu. Pokud je index nižší než 0,75 znamená to, že podnik směřuje k bankrotu. Šedá zóna se pak nachází mezi hodnotami 0,75 až 1,77.

Na grafu 8 můžeme vidět, že se analyzovaný podnik nacházel nejvíce v šedé zóně. V roce 2007, se ale dostal mírně pod hranici bankrotu. Bylo to především velkým nárůstem nákladových úroků oproti EBITu, který se téměř nelišil od předešlého roku. V roce 2009 došlo k nárůstu jak výnosů, tak i zisku a podnik tedy podle Indexu IN01 tvořil hodnotu.

Tab. 25: Výpočet Indexu IN01 – XYZ, a.s.

Index IN01	2006	2007	2008	2009
0,13 x A/CK	0,131	0,132	0,132	0,173
0,04 x EBIT/NÚ	0,415	0,108	0,191	1,044
3,92 x EBIT/A	0,051	0,047	0,102	0,784
0,21 x V/A	0,352	0,351	0,465	0,609
0,09 x OA/(KZ+KBÚ)	0,090	0,091	0,088	0,104
Index IN01	1,039	0,729	0,978	2,714

Zdroj: [vlastní]



Graf 8: Vývoj Indexu IN01 s vyznačením šedé zóny v letech 2006 – 2009
[vlastní]

7.12 Ekonomická přidaná hodnota – EVA

Pro stanovení hodnoty EVA dle účetního modelu bylo nutné vypočítat procento nákladů na vlastní kapitál (r_e):

Tab. 26: Výpočet nákladů na vlastní kapitál

	2005	2006	2007	2008	2009
bezriziková sazba	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%	4,92%
$r_{\text{podnikatelské}}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
r_{FinStab}	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
WACC	18,53%	18,77%	19,28%	19,55%	19,92%
r_e	18,53%	18,77%	19,28%	19,55%	19,92%

Zdroj: [vlastní]

Ve všech sledovaných letech byla hodnota EVA kladná, tzn., že firma svojí činností zvýšila hodnotu pro své vlastníky. Pozitivní je také to, že hodnota EVA od roku 2007 prudce zvyšovala.

Tab. 27: Výpočet ukazatele EVA – XYZ, a.s.

	2006	2007	2008	2009
ROE	41,46%	33,69%	50,35%	77,68%
r_e	18,77%	19,28%	19,55%	19,92%

VK (tis Kč)	1177	1775	3573	33925
EVA (tis. Kč)	267,08	255,78	1100,48	19595,14

Zdroj: [vlastní]

7.13 Soustavy poměrových ukazatelů

Soustava poměrových ukazatelů slouží k vysvětlení vzájemných souvislostí mezi jednotlivými ukazateli finanční analýzy.

Rentabilita vlastního kapitálu rostla od roku 2007. Na tento pozitivní vývoj měla vliv především zvyšující se zisková marže a zvýšení obratovosti aktiv. Naopak negativně se na ROE projevil pokles finanční páky, který měl za následek, že v roce 2007 bylo ROE nižší než v roce 2006. Příznivý vliv na zvýšení ziskové marže mělo zejména snížení podílu výkonové spotřeby na celkových výnosech. Došlo také ke zvýšení podílu osobních nákladů na výnosech. Na obratovost aktiv negativně působilo snížení obratovosti dlouhodobých aktiv, ale tento záporný vliv byl vyrovnán zvýšením podílu dlouhodobých aktiv na celkových aktivech. Dále také došlo k velkému snížení cizích zdrojů v poměru k vlastním kapitálu.

Schéma rozkladu ROE viz příloha PV.

7.14 Závěr finanční analýzy

Podnik XYZ, a.s. patří mezi menší stavební podniky v ČR. Jeho přednostmi jsou především široké zaměření od malých staveb až po velké průmyslové nebo inženýrské stavby, certifikace ISO a také zaměření na ochranu životního prostředí. Z analyzovaných let byl pro podnik nejvýznamnější rok 2008, kdy byla získána významná zakázka, která měla hlavní podíl na zvýšení zisku.

Pozitivně můžeme hodnotit především to, že v letech, za které byla prováděna finanční analýza, docházelo k růstu výsledku hospodaření. Nejvyššího zisku bylo dosaženo v roce 2009, naopak nejvyšší bilanční suma byla v roce 2008. To bylo vyvoláno výše zmíněnou zakázkou.

Co se týká zadluženosti, dosahuje firma velmi vysokého zadlužení, které je vysoko nad průměrem odvětví. Toto zadlužení je dáno charakterem činnosti firmy, jelikož své zakázky realizuje formou subdodávek. V roce 2009 ale došlo ke snížení zadlužení a k přiblížení se

hodnotám v odvětví. To způsobilo především zvýšení vlastního kapitálu a snížení krátkodobých závazků z obchodního styku. Z hlediska úrokového krytí se firma, mimo rok 2007, pohybovala okolo nebo nad doporučenou hodnotou 5. Můžeme tedy říci, že firma nemá problémy s vytvářením zisků pro krytí potenciálních úroků z půjček. Multiplikátor jmění akcionářů se ve všech analyzovaných letech pohyboval nad požadovanou hodnotou 1. Zvýšení podílu cizích zdrojů by tedy mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

Ukazatele běžné a hotovostní likvidity se pohybují jak pod průměrem v odvětví, tak také pod hranicí doporučených hodnot dle MPO. V případě pohotovosti likvidity se hodnoty zvyšují a blíží doporučené hodnotě. Hotovostní likvidita se ve všech letech pohybuje téměř na nulové hodnotě, což by mohlo vyvolat znepokojení, že firma nemá dostatek hotových finančních prostředků. Tuto situaci firma řeší využíváním kontokorentního úvěru s rámcem 20 mil. Kč, který v případě nedostatků finančních zdrojů může sloužit jako nástroj finančního řízení. Firma by měla pravidelně sledovat a vyhodnocovat peněžní toky pomocí krátkodobých palebních kalendářů.

Využití majetku společnosti probíhá efektivně. Obratovost aktiv přesahuje jak hodnoty obratovosti v odvětví, tak i požadovanou hodnotu 1. Z 1 Kč majetku je tedy dosažena více než 1 Kč tržeb, resp. výnosů. Pokud porovnáme dobu obratu pohledávek a závazků je na tom analyzovaná firma hůř než odvětví. Její doby obratu jsou delší a na rozdíl od odvětví platí své závazky dříve, než dostává zaplacený své pohledávky. Firma tedy neefektivně úvěruje své dodavatele. Výjimkou byl pouze rok 2007, kdy firma dostávala zaplacený své pohledávky téměř o 50 dnů dříve, než sama platila závazky.

Z výsledků ostatních ukazatelů vidíme, že se zvyšovala přidaná hodnota na zaměstnance a také tržby na zaměstnance. Přesto, že v roce 2009 tržby na zaměstnance klesly, můžeme říci, že je jejich vývoj velmi příznivý. V roce 2008 došlo totiž k jejich prudkému růstu díky již zmiňované objemné zakázce. Rovněž také rostly osobní náklady na zaměstnance. Podíl výkonové spotřeby byl u společnosti mnohem vyšší než v odvětví, ale od roku 2007 klesá a přibližuje se odvětvovému průměru. Podíl VH na přidané hodnotě byl naopak výrazně pod hranicí odvětví. V roce 2009 došlo k jeho extrémnímu nárůstu a byly tak překonány dosažované hodnoty v odvětví.

Dle souhrnných ukazatelů prošla společnost za období 4 let všemi třemi kategoriemi finanční situace. V letech 2006 a 2007 se potýkala s finančními problémy. V roce 2008 se dostala do šedé zóny a její finanční situace byla nevyhraněná. A v posledním analyzovaném roce byla její finanční situace uspokojivá. Společnost také dosáhla kladné hodnoty EVA, což znamená, že svou činností zvyšovala hodnotu vložených prostředků vlastníků. Pozitivní také bylo, že se hodnota EVA stále zvyšovala.

8 VYUŽITÍ MODERNÍCH UKAZATELŮ PRO HODNOCENÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI XYZ, A.S.

Z metod, které byly popsány v teoretické části nyní vyberu ty, které jsou nejvhodnější pro hodnocení výkonnosti podniku XYZ, a.s. Některé z metod není možné na analyzovaný podnik aplikovat. Jde především o metody, které lze využít jen u podniků veřejně obchodovaných na kapitálovém trhu, jako jsou MVA, Excess Return, TRS nebo SVA. Tím se samozřejmě značně zúžil okruh modelů, které by byly pro společnost vhodné.

8.1 Využití konceptu EVA

Koncept EVA je nástrojem řízení podniku, který je zaměřen na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. Umožňuje identifikovat a řídit oblasti provozních, finančních a investičních činností, které významným způsobem ovlivňují výkonnost a konkurenceschopnost podniku. Vypočítá se jako čistý provozní zisk po zdanění (NOPAT) minus náklady investovaného kapitálu. K získání těchto vstupních údajů je třeba provést úpravu účetních údajů:

8.1.1 Vymezení NOA

Výpočet NOA vychází z úpravy aktiv podniku, které jsou upraveny následujícím způsobem:

1. Aktivace položek, které nejsou zachyceny v rozvaze
2. Vyčlenění neoperativních aktiv
3. Snížení aktiv o neúročný cizí kapitál

8.1.1.1 Aktivace položek

- **Leasing**

Společnost XYZ, a.s. využívá leasing zejména při pořizování dopravních prostředků (DHM). Pro jeho aktivaci využiji současnou hodnotu leasingových splátek. Leasingový splátky převedu na současnou hodnotu prostřednictvím diskontní míry, kterou jsem stanovila pomocí alternativního způsobu, který je založen na tržních datech, viz Tab. 39.

Tab. 28: Aktivace leasingu

	2006	2007	2008	2009
Skutečná výše splátek	2323	2895	2543	-
Diskontní míra	3,25%	5,72%	4,35%	4,22%
Diskontovaná výše splátek	2248	2730	2432	-
Aktivace leasingu	3 082	1 801	88	3 964

Zdroj: [vlastní]

8.1.1.2 Vyčlenění neoperativních aktiv

- **Nedokončené investice**

Majetek v podobě nedokončených investic bude ze sumy aktiv odečten, jelikož se nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření.

Tab. 29: Vývoj nedokončených investic

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Nedokončený DNM	0	0	1010	0
Nedokončený DHM	0	0	0	713
Celkem nedokončené investice	0	0	1 010	713

Zdroj: [vlastní]

8.1.1.3 Neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nejsou úročena. U společnosti XYZ, a.s. jsou jimi neúročné dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a pasivní položky časového rozlišení.

Tab. 30: Neúročené cizí zdroje

(tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009
Rezervy	0	0	0	0	0
Dl. závazky neúročené	62	58	35	49	49
Krátkodobé závazky	106504	124061	138131	225371	90044
ČR pasiv	56	71	194	60	56
Celkem	106 624	124 190	138 360	225 480	90 149

Zdroj: [vlastní]

Po provedení úprav účetních údajů z rozvahy můžeme přejít k vymezení NOA:

Tab. 31: Vymezení NOA v letech 2006 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Dlouhodobý majetek	2143	3798	2294	6890	20443
DHM	2143	3798	2294	6890	20443
ČPK	-633	10701	17450	18046	29449
Zásoby	20	35822	0	7212	0
Pohledávky	98869	98660	153838	235164	113809
Kr. fin. majetek	7102	409	1972	1150	5789
ČR	315	206	132	614	365
(-) Neúročené závazky	106624	124190	138360	225480	90149
NOA	1 825	14 705	19 876	25 550	50 257

Zdroj: [vlastní]

8.1.2 Vymezení NOPAT

Při výpočtu NOPAT vycházím z výsledku hospodaření z běžné činnosti (před zdaněním), který je upraven o následující položky:

- Vyloučím z finančních nákladů placené úroky, a to jak z bankovních úvěrů, tak i implicitní úroky obsažené v leasingových platbách. U bankovních úvěrů vycházíme přímo z nákladových úroků uvedených v rozvaze. V případě výpočtu leasingových úroků vycházíme z odhadnuté alternativní úrokové míry a výše leasingového závazku na začátku daného období.

Tab. 32: Nákladové úroky – leasing a úvěr

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Nákladové úroky - úvěr	170	687	1369	1050
Nákladové úroky - leasing	100	103	4	167

Zdroj: [vlastní]

- Dále vyloučím mimořádné položky, které se svou výší již nebudou opakovat. U společnosti XYZ, a.s. se jedná o výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku.

Tab. 33: Prodej DM

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
VH - prodej DM	84	8	245	85

Zdroj: [vlastní]

- Také je třeba zjistit tzv. upravenou daň. Jedná se o teoretickou daň, která by byla zaplacená z operativního zisku. Při výpočtu vycházíme ze splatné daně pro daný rok a tu upravíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti výsledku hospodaření.

Tab. 34: Vymezení NOPAT v letech 2006 – 2009

	2006	2007	2008	2009
VH z běžné činnosti před zdaň. - původní	1593	1176	5183	26368
VH z běžné činnosti před zdaň. - upravený	1811	1991	6321	27542
Rozdíl VH	218	815	1129	1174
Původně placená daň	1105	578	3385	15
Dodatečně vypočtená daň	52	196	237	235
NOPAT	652	1 217	2 690	27 292

Zdroj: [vlastní]

8.1.3 Vymezení C

Pro výpočet EVA je také důležité definování změn v kapitálové struktuře:

Tab. 35: Vymezení C v letech 2006 – 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál	679	1177	1775	2563	33212
ZK	1000	1000	1000	1000	5000
Rezervní fondy	196	196	196	226	226
VH minulých let	-2102	-507	-19	548	2347
VH B.O.	1585	488	598	1799	26352
Ekvivalenty VK	0	0	0	-1010	-713
Cizí zdroje	1 146	13 528	18 101	22 988	17 045
Bankovní úvěry	0	10446	16300	22900	13081
Leasing	1146	3082	1801	88	3964
Kapitál celkem	1 825	14 705	19 886	25 551	50 257

Zdroj: [vlastní]

8.1.4 Výpočet WACC

Pro výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál musíme znát náklady na vlastní a cizí kapitál a také poměr tohoto kapitálu k celkovému kapitálu.

1) Stanovení nákladů na cizí kapitál

Společnost XYZ, a.s. využívá ke svému dlouhodobému financování bankovní úvěry a finanční leasing.

- **Bankovní úvěr**

- a) Společnost XYZ, a.s. dlouhodobě čerpá kontokorentní úvěr. Úroková sazba tohoto úvěru se odvíjí od referenční úrokové sazby mezibankovního peněžního trhu 1M PRIBOR, kterou jsem zjistila na stránkách České národní banky [3], ke které je přičtena riziková přírážka ve výši 2,2 %.

Tab. 36: Náklady na bankovní úvěr – 1. alternativa

(v %)	2006	2007	2008	2009
1M PRIBOR	2,22	2,96	3,81	1,93
Přirážka	2,2	2,2	2,2	2,2
Nominální úroková sazba úvěru	4,42	5,16	6,01	4,13

Zdroj: [vlastní]

- b) V případě, že úroková sazba úvěru není známá, můžeme využít pro její stanovení vztahu Nákladové úroky/bankovní úvěry. Pro přesnější výpočet je vhodnější využít výpočet ve tvaru: Nákladové úroky / průměrný stav úvěrů.

Tab. 37: Náklady na bankovní úvěr – 2. alternativa

	2006	2007	2008	2009
Stav BÚ na konci roku	10 446	16 300	22 900	13 081
Průměrný stav BÚ	5 223	13 373	19 600	17 991
Nákladové úroky	170	657	1369	1050
Úroková sazba úvěru - konec roku	1,63%	4,03%	5,98%	8,03%
Úroková sazba úvěru - průměrný stav	3,26%	4,91%	6,99%	5,84%

Zdroj: [vlastní]

Pro další výpočty budou brány v úvahu údaje z tabulky (Tab. 36), jelikož se jedná o nejpresnější výpočet. Při výpočtu nákladů na cizí kapitál je také třeba, vzít v úvahu působení daňového štítu. Sazba daně z příjmů je v prvních dvou letech 24 %, v roce 2008 počítáme se sazbou ve výši 21 % a v posledním roce s 20 %.

Tab. 38: Náklady na bankovní úvěr

(v %)	2006	2007	2008	2009
Nominální úroková sazba úvěru	4,42	5,16	6,01	4,13

Náklady na bankovní úvěr	3,36	3,92	4,75	3,30
--------------------------	------	------	------	------

Zdroj: [vlastní]

- **Leasing**

Při výpočtu nákladů leasingu využijeme alternativní způsob stanovení nákladů, který je založen na tržních datech. Stejně jako u nákladů na bankovní úvěr, je třeba zohlednit působení daňového štítu, očištěním nominální sazby o daň z příjmů.

Tab. 39: Náklady leasingu

	2006	2007	2008	2009
Bezriziková úrok. míra	3,77	4,28	4,55	4,92
EBIT/NÚ	10,37	2,71	4,79	26,11
Rating	AA	B+	A-	AAA
Riziková přírážka	0,50	3,25	1,00	0,35
Odhadnutá úrok. míra BÚ	4,27	7,53	5,55	5,27
Náklady leasingu * (1 - d)	3,25	5,72	4,35	4,22

Zdroj: [vlastní]

- **Průměrné náklady dluhu**

Pro výpočet průměrných nákladů dluhu využijí vypočtené náklady úvěru a leasingu, očištěné o působení daňového štítu.

Tab. 40: Průměrné náklady dluhu

	2006	2007	2008	2009
Bankovní úvěry - počátek roku	0	10446	16300	22900
Leasing - počátek roku	3082	1801	88	3964
Náklady na bankovní úvěry	3,36%	3,92%	4,75%	3,30%
Náklady na leasing	3,25%	5,72%	4,35%	4,22%
Průměrné náklady druhu (N_{ck})	3,25%	4,18%	4,75%	3,44%

Zdroj: [vlastní]

2) Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Také pro výpočet nákladů na vlastní kapitál existuje několik alternativ.

- **Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)**

Model CAPM vychází z rozdělení celkového rizika spojeného s investicí na riziko systematické a nesystematické. Při odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je dle CAPM významné pouze systematické tržní riziko.

Pro výpočet modelu je nutné znát:

- Bezrizikovou úrokovou míru r_f
- Rizikovou prémii = rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu r_m a bezrizikovou mírou výnosu r_f
- Výši β koeficientu = udává citlivost investice vůči trhu. O kolik se změní cena akcie, změní-li se trh o 1 %. [17]

Rizikovou prémii i výši koeficientu β -nezadlužená, jsem zjistila dle Damodarana [5].

$$r_e = r_f + \beta_Z * (r_m - r_f) \quad (42)$$

Tab. 41: Výpočet modelu CAPM

	2006	2007	2008	2009
r_f	3,77%	4,28%	4,55%	4,92%
β - nezadlužená	0,71	1,64	0,65	0,98
β - zadlužená	84	144,12	45,34	55,47
Riziková premie	5,96%	5,84%	7,10%	5,85%
r_e	504,41%	845,94%	326,46%	329,45%

Zdroj: [vlastní]

Postup výpočtu nákladů na VK pro rok 2009:

$$\beta_z = \beta_N * \left(1 + (1 - T) * \frac{CK_0}{VK_0} \right) = 0,98 * \left(1 + (1 - 0,2) * \frac{248321}{3573} \right) = 55,47 \quad (43)$$

$$r_e = 4,92 + 55,47 * 5,85 = 329,45 \%$$

Vzhledem k tomu, že má analyzovaná firma opravdu nízký podíl vlastního kapitálu, upravila jsem hodnotu zadlužené bety tak, aby hodnota beta koeficientu nedosahovala extrémních hodnot. Místo vypočítaných hodnot jsem pro zadluženou betu zvolila úroveň 10, na základě které pak byly vypočteny nové náklady na vlastní kapitál.

Tab. 42: Výpočet modelu CAPM – odhadnutá β_z

	2006	2007	2008	2009
r_f	3,77%	4,28%	4,55%	4,92%
β - nezadlužená	0,71	1,64	0,65	0,98
β - zadlužená	10	10	10	10
Riziková premie	5,96%	5,84%	7,10%	5,85%
r_e	63,37%	62,68%	75,55%	63,42%

Zdroj: [vlastní]

- **Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu**

Tento model výpočtu vychází z předpokladu, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Lze je tedy vypočítat jako náklady na cizí kapitál + riziková přírážka, která by měla být v rozmezí 2 – 3 %. V případě podniku XYZ, a.s. jsem zvolila přírážku vyšší, než je doporučené rozmezí, a to 5 %. Důvodem je, že má podnik opravdu velmi nízký podíl vlastního kapitálu a je tedy více rizikový.

Tab. 43: Odvození r_e z nákladů na cizí kapitál

(v %)	2006	2007	2008	2009
Úroková sazba BÚ	4,42	5,16	6,01	4,13
Přirážka	5	5	5	5
r_e	9,42%	10,16%	11,01%	9,13%

Zdroj: [vlastní]

- **Stavebnicový model**

Dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (MPO) lze náklady na vlastní kapitál určit pomocí stavebnicové metody. Princip modelu spočívá v přičtení rizikových přírážek k bezrizikové úrokové sazbě r_f .

$$r_e = r_f + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{LA}} \quad (44)$$

kde:

r_{podnik}	=	přirážka za výši podnikatelského rizika
r_{finstr}	=	přirážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury
r_{finstab}	=	přirážka za možnou nižší finanční stabilitu
r_{LA}	=	přirážka za malou velikost firmy

Tab. 44: Stavebnicový model

	2006	2007	2008	2009
bezriziková sazba	3,77%	4,28%	4,55%	4,92%
$r_{\text{podnikatelské}}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
r_{FinStab}	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
r_e	18,77%	19,28%	19,55%	19,92%

Zdroj: [vlastní]

- **Odvození nákladů na kapitál pomocí průměrné rentability odvětví**

Dalším způsobem jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě VK v odvětví. Výhodou tohoto způsobu je dostupnost dat. Údaje o rentabilitě v odvětví lze získat na stránkách MPO. [16]

Tab. 45: Náklady kapitálu podle rentability v odvětví

	2006	2007	2008	2009
Rentabilita v odvětví	17,66%	15,72%	16,97%	-

Zdroj: [vlastní]

- **Přehled nákladů na vlastní kapitál**

Přehled výsledků nákladů na vlastní kapitál získaných použitými metodami je uveden v tabulce 46. Pro další výpočty budu brát v úvahu průměrnou hodnotu N_{vk} , vypočítanou jako vážený aritmetický průměr ze všech uvedených metod. Váhy jednotlivých metod byly stanoveny v rozmezí 1 – 5. Přičemž váhu 5 má metoda CAPM, jelikož nejlépe odráží rizikovost vloženého kapitálu.

Tab. 46: Výpočet průměrné hodnoty N_{vk}

	Váha	2006	2007	2008	2009
CAPM	5	63,37%	62,68%	75,55%	63,42%
Rentabilita v odvětví	1	17,66%	15,72%	16,97%	-
Odvození z N_{ck}	1	9,42%	10,16%	11,01%	9,13%
Stavebnicový model	3	18,77%	19,28%	19,55%	19,92%
Průměrná hodnota N_{vk}	10	40,02%	39,71%	46,44%	42,89%

Zdroj: [vlastní]

3) Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Při výpočtu WACC jsem využila průměrnou hodnotu nákladů na vlastní kapitál, vypočtenou jako vážený aritmetický průměr z jednotlivých metod a u nákladů na cizí kapitál, jsem použila průměrné náklady vypočtené aritmetickým průměrem, kde váhou byl příslušný podíl kapitálu na celkovém cizím kapitálu (Tab. 40).

Tab. 47: Výpočet WACC – 1. varianta

	2006	2007	2008	2009
N_{ck}	3,25%	4,18%	4,75%	3,44%
N_{vk}	40,02%	39,71%	46,44%	42,89%
CK/C (počátek roku)	99,32%	99,08%	98,74%	98,56%

VK/C (počátek roku)	0,64%	0,87%	1,13%	1,42%
WACC	3,48%	4,49%	5,22%	4,00%

Zdroj: [vlastní]

Společnost XYZ, a.s. má poměrně vysoké náklady na vlastní kapitál. Přesto jsou ale WACC na nízké úrovni. Je to dáno především extrémně nízkým podílem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu společnosti. Z tabulky je také patrné, že nejvyšší hodnota WACC byla v roce 2008. Tento nárůst byl způsoben zvýšením nákladů na cizí kapitál, které způsobila vyšší úroková sazba úvěru.

Z důvodu velmi nízkého podílu vlastního kapitálu provedu ještě alternativní výpočet WACC, kde jako náklady vlastního kapitálu použiji hodnoty vypočítané metodou CAPM (Tab. 41). Důvodem je to, že společnost s tak vysokým podílem cizího kapitálu je značně riziková jak pro vlastníky tak, i pro věřitele. WACC by tedy měly být vyšší.

Tab. 48: Výpočet WACC – 2. varianta

	2006	2007	2008	2009
N_{ck}	3,25%	4,18%	4,75%	3,44%
N_{vk}	504,41%	845,94%	326,46%	329,42%
CK/C (počátek roku)	99,32%	99,08%	98,74%	98,56%
VK/C (počátek roku)	0,64%	0,87%	1,13%	1,42%
WACC	6,47%	11,47%	8,39%	8,06%

Zdroj: [vlastní]

Při využití nákladů na VK vypočítaných dle původní metody CAPM se WACC zvýšily. Nyní se nacházejí v rozmezí 6,5 – 11,5 %. Nejvyšší hodnota nákladů je nyní v roce 2007.

Pro srovnání využiji při výpočtu EVA obě varianty WACC.

8.1.5 Výpočet EVA

Výpočet EVA byl proveden na základě ekonomického modelu ($EVA = NOPAT - WACC * C$). Jako WACC byly použity hodnoty vypočteny metodou s průměrnými náklady na vlastní kapitál. Společnost XYZ, a.s. dosáhla ve všech letech kladné hodnoty EVA, a splnila tak základní požadavek vlastníků na tvorbu hodnoty. Navíc můžeme pozitivně hodnotit stále se zvyšující hodnotu ukazatele od roku 2007. K nejvyššímu nárůstu došlo v roce 2009 díky značnému zvýšení NOPAT. Tento velký růst byl způsoben dokončením významné zakázky, která byla přijata v roce 2008.

Tab. 49: Výpočet WACC – 1. varianta

	2006	2007	2008	2009
NOPAT	652	1 217	2 690	27 292
NOA (počátek roku)	1 825	14 705	19 876	25 550
WACC	3,48%	4,49%	5,22%	4,00%
EVA	588,49	556,75	1 652,47	26 270,00

Zdroj: [vlastní]

Nyní provedu výpočet EVA s využitím WACC vypočítaných v 2. Variantě. Můžeme vidět, že došlo ke snížení hodnoty EVA ve všech letech. V roce 2007 se podnik dostal dokonce do záporné hodnoty EVA a netvořil tedy hodnotu pro své vlastníky. Tento negativní vývoj nám potvrdily i některé ukazatele z finanční analýzy, jako například ukazatele rentability, které byly v tomto roce nejnižší. Také Index IN01 signalizoval, že má podnik problémy, jelikož se dostal pod hranici bankrotu.

Tab. 50: Výpočet EVA s 2. alternativou WACC

	2006	2007	2008	2009
NOPAT	652	1 217	2 690	27 292
NOA	1 825	14 705	19 876	25 550
WACC	6,47%	11,47%	8,39%	8,06%
EVA	533,92	-469,66	1 022,40	25 232,67

Zdroj: [vlastní]

Jelikož má společnost opravdu velmi nízký podíl vlastního kapitálu, který se tak stává značně rizikovým, budu dále vycházet z výpočtu EVA druhou variantou s vyššími WACC.

8.1.6 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

K identifikaci generátorů hodnoty využiji pyramidový rozklad ukazatele EVA, který je vhodný i pro samotné řízení hodnoty. Hodnota ukazatele EVA bude dosazena podle výpočtu v první variantě WACC. Celkový rozklad EVA viz příloha PVI.

Z rozkladu vidíme, že podnik XYZ, a.s. tvořil v letech 2008-2009 hodnotu pro své vlastníky. Na zvýšení hodnoty mělo pozitivní vliv zvýšení tzv. spreadu (RONA – WACC). Díky tomu mělo i zvýšení investovaného kapitálu pozitivní dopad na EVA.

EVA		=	EVA	
1 022	25 232		rok 2008	rok 2009
+ 24 210			přírůstek EVA	
RONA - WACC		*	C (NOA)	
8,18	102,57		20 070	25 610
+ 94,39			5 540	
RONA		-	WACC	
5,01	98,51		8,39	8,06
+ 93,5			- 0,33	

Obr. 7: Rozklad ukazatele EVA
[vlastní]

Spread je tvořen rentabilitou investovaného kapitálu, která se výrazně zvýšila, a WACC, které zaznamenaly pokles. Působení obou těchto ukazatelů mělo pozitivní vliv na tvorbu hodnoty, jelikož platí, že čím větší je rentabilita investovaného kapitálu a čím nižší jsou náklady na kapitál, tím větší je vytvořená hodnota pro vlastníky.

Ukazatel RONA je ovlivňován ziskovou marží a obratovostí investovaného kapitálu. Zisková marže zaznamenala výrazný růst, který převážil i negativní vliv poklesu obratovosti investovaného kapitálu. Celkový vliv obou ukazatelů byl tedy pozitivní. Pokles obratovosti aktiv byl způsoben především značným snížením tržeb za vlastní výrobky, a také růstem investovaného kapitálu, který rostl zejména díky zvýšení dlouhodobého hmotného majetku.

Důvodem růstu ziskové marže byl především výrazný růst přidané hodnoty na tržbách. Naopak negativní vliv mělo zvýšení podílu osobních nákladů a odpisů na tržbách. Růst odpisů byl způsoben vyššími investicemi, které podporují dynamiku rozvoje podniku.

8.2 Rentabilita čistých aktiv (RONA)

RONA měří úspěšnost podniku v %. Čím vyšší je procento, tím lépe se podniku daří. Ukazatel RONA se také posuzuje jako rozdíl (Spread) mezi rentabilitou měřenou ukazatelem RONA a WACC. Aby bylo dosaženo pozitivní ekonomické přidané hodnoty, musí být $RONA > WACC$. Výpočet je stanoven dle vzorce č. 40.

Tab. 51: Ukazatel RONA

	2006	2007	2008	2009
RONA	35,73%	8,28%	13,53%	106,82%

Zdroj: [vlastní]

Z tabulky vidíme, že ve všech analyzovaných letech je hodnota RONA vyšší než WACC (Tab. 47), tudíž můžeme říci, že společnost tvořila přidanou hodnotu. Ukazatel EVA tedy bude ve všech letech kladný. Na druhou stranu také vidíme, že hodnoty jsou značně rozkolísané. Růst NOPAT je dvojnásobný oproti růstu NOA. Pokud bychom je porovnávaly s WACC vypočtenými ve 2. Variantě (tab. 48), zjistili bychom, že v roce 2007 je RONA nižší než WACC, tudíž bude hodnota EVA záporná. V tomto roce společnost netvořila hodnotu pro své vlastníky.

8.3 Cash flow rentabilita hrubých aktiv (CROGA)

Ukazatel CROGA je podílem provozního cash flow po zdanění a hrubých aktiv. Je poměřován ukazatel s WACC, a je žádoucí, aby výsledek CROGA byl vyšší než WACC. Výpočet v tabulce 52 je proveden podle vzorce č. 41.

Tab. 52: Výpočet ukazatele CROGA

	2006	2007	2008	2009
Provozní CF	1061	821	2366	27707
Hrubá aktiva	3971	3428	11271	21889
CROGA	26,72%	23,95%	20,99%	126,58%

Zdroj: [vlastní]

Také ukazatel CROGA je ve všech letech vyšší než hodnota WACC, ať už jej porovnáváme s kteroukoliv variantou WACC a potvrzuje, že společnost tvořila hodnotu pro vlastníky.

8.4 Cash Flow Return On Investment (CFROI)

Ukazatel CFROI je založen na peněžních tocích a pracuje jen s reálnými hodnotami (očištěnými od inflace). Umožňuje srovnání výkonnosti podniku v čase i porovnání výkonnosti podniků v různých zemích. Pro jeho výpočet je nutné určit dobu ekonomické životnosti aktiv, vyčíslit investice podniku a hotovost, kterou aktiva produkují po dobu své ekonomické životnosti (brutto cash flow).

8.4.1 Životnost aktiv

Určení životnosti aktiv je důležité proto, abychom zjistili, po jakou dobu budou aktiva podniku schopna produkovat hotovost.

Tab. 53: Životnost aktiv

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
DNM brutto	949	949	1959	949
DHM brutto	3022	2479	7313	11903
- pozemky	0	0	0	15
- nedokončený maj.	0	0	1010	713
Odepisovaný maj.	3971	3428	8262	12124
Doba životnosti (n)	7	15	15	9

Zdroj: [vlastní]

8.4.2 Investice

Investice tvoří aktiva jak odepisovaná, tak i neodepisovaná. Při jejich vyčíslování vycházíme z údajů v rozvaze, které je nutné upravit.

8.4.2.1 Odepisovaný majetek

Odepisovaný majetek je tvořen dlouhodobými aktivy, která zahrnují nedokončené investice i hodnotu leasingu. Tento majetek je třeba vyjádřit v brutto hodnotě a upravit o inflaci tzn., musí být vyjádřen v cenové hladině platné k datu ocenění. Odepisovaná aktiva jsou tedy upravena o hodnotu deflátoru HDP.

Tab. 54: Vývoj deflátoru HDP v letech 2006 - 2009

	2006	2007	2008	2009
Deflátor HDP	114,7	118,6	120,8	124,5

Zdroj: [15]

Tab. 55: Odepisovaný majetek

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Odepisovaná aktiva po úpravě	4310	3599	8515	12124
Nedokončené investice	0	0	1010	713
Leasing	3082	1801	88	3964
Odepisovaná aktiva	7 392	5 400	9 613	16 801

Zdroj: [vlastní]

$$\text{Odepisovaný majetek po úpravě v roce 2006} = \frac{124,5}{114,7} * 3971$$

8.4.2.2 Neodepisovaný majetek

Neodepisovaný majetek tvoří dlouhodobý finanční majek, pozemky, zásoby a tzv. monetární aktiva (pohledávky, krátkodobý finanční majetek a ČR). Zásoby je nutné vyjádřit v běžných cenách. Přechodná aktiva zde tvoří dohadné položky aktivní a náklady příštích období. Přechodná pasiva zahrnují dohadné položky pasivní a výdaje příštích období.

Tab. 56: Neodepisovaná aktiva

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Oběžná majetek bez zásob	99069	155810	236315	119598
DFM	0	0	2000	9036
Přechodná A	206	155	755	458
Monetární aktiva	99275	155965	239070	129092
-neúročené závazky	124190	138360	225480	90149
-přechodná P	6167	7416	7405	1048
Čistá monetární A	-24915	17605	13590	38943
Zásoby	38883	0	7433	0
ČPK	13968	17605	21023	38943
Pozemky	0	0	0	15
Neodepis. aktiva	13 968	17 605	21 023	38 958

Zdroj: [vlastní]

8.4.2.3 Brutto investiční báze

Brutto investiční báze zahrnuje aktiva odepisovaná i neodepisovaná, představuje počáteční investiční výdaj.

Tab. 57: Brutto investiční báze

	2006	2007	2008	2009
Neodepisovaná aktiva	13968	17605	21023	38958
Odepisovaná aktiva	7392	5400	9613	16801
Brutto investice (I)	21 360	23 005	30 636	55 759

Zdroj: [vlastní]

8.4.3 Brutto cash flow

Brutto cash flow vychází z upraveného zisku, ke kterému jsou přičteny odpisy jako nepe-
něžní náklad a nákladové úroky. Dále se k zisku přičtou zisky, nebo odečtou ztráty
z čistých monetárních aktiv vznikajících z titulu inflace.

Tab. 58: Brutto cash flow

	2006	2007	2008	2009
Zisk za běžnou činnost	488	598	1 799	26 353
+ Odpisy	573	223	567	1 355
+ Placené úroky	301	793	1 374	1 258
- VH z prodeje DM * (1-d)	64	6	201	832
+/- zisk/ztráta z čistý monetárních A	623	-493	-856	-389
BCF	1 890	1 115	2 683	27 745

Zdroj: [vlastní]

8.4.4 Výpočet CFROI

Hodnota ukazatele CFROI je vypočtena ze vstupních veličin podle postupu uvedeného v kapitole 4.6 dle vzorce (35).

Tab. 59: Výpočet CFROI

	2006	2007	2008	2009
Brutto investice (I)	18 299	23 005	30 415	55 759
BCF	1 890	1 115	2 683	27 745
Neodepisovaný maj.	7 392	5 400	9 613	16 801
Doba životnosti (n)	7	15	15	9
CFROI	2,410%	-0,004%	5,845%	48,700%

Zdroj: [vlastní]

Z tabulky 59 je patrné, že se hodnota ukazatele v roce 2007 dostala mírně do záporných hodnot. CFROI bylo nižší než investory požadovaná výnosnost. V následujícím roce už byla hodnota kladná a rostla i v dalším roce. Záporná hodnota v roce 2007 byla způsobena poklesem BCF, které přinášely podniku brutto investice, které naopak vzrostly.

8.4.5 CFROI_{spread}

Pro CFROI_{spread} platí, že podnik tvoří hodnotu, pokud je jeho hodnota vyšší než 0. Z tabulky 60 vidíme, že podnik tvořil hodnotu a měl výhodně umístěný kapitál mimo rok 2007. Můžeme tedy říci, že s výjimkou roku 2007, podnik svou činností zhodnotil vložené prostředky více, než představují reálné náklady na kapitál.

Stanovení WACC_{real} viz příloha PVII.

Tab. 60: Výpočet $CFROI_{spread}$

	2006	2007	2008	2009
CFROI	2,410%	-0,004%	5,845%	48,7%
WACC _{real}	2,00%	3,00%	0,16%	3,84%
CFROI_{spread}	0,41%	-3,01%	5,69%	44,86%

Zdroj: [vlastní]

8.5 Balanced Scorecard (BSC)

Při hodnocení výkonnosti podniku je třeba vedle finančních ukazatelů, věnovat pozornost i nefinančním ukazatelům, jako je například Balanced Scorecard. Tato metoda umožňuje převést vize podniku do cílů tak, aby komplexně a provázaně postihovaly jednotlivé oblasti podniku. Bere v potaz jak budoucnost, tak také současnost podniku a snaží se tyto dva zorné úhly vzájemně vyvažovat. Pro úspěšné dosažení podnikových ambicí platí, že všechny oblasti podniku musí být řízeny určitým směrem, a právě tento směr udává podniková vize a poslání. Pro splnění těchto vysokých cílů je třeba definovat strategii a tuto strategii pak správně zavést, řídit a revidovat.

Vizí podniku XYZ, a.s. je maximalizace hodnoty pro vlastníky prostřednictvím zajištění komplexního uspokojení potřeb zákazníků, tedy maximalizace hodnoty pro zákazníky. Strategické cíle můžeme definovat jako:

- Tvorba a zvyšování ekonomické přidané hodnoty,
- zvyšování tržeb při zachování stejných nebo nižších nákladů,
- zajištění finanční stability firmy,
- tvorba image a dobrého jména firmy.

8.5.1 Stanovení cílů v jednotlivých oblastech BSC

- *Finanční perspektiva:* základem bude zvyšování ekonomické přidané hodnoty podniku. Koncept EVA se jeví jako nejvhodnější metoda k hodnocení finanční výkonnosti podniku. Zvyšování EVA, by mělo být doprovázeno zvyšováním tržeb a současně snižováním nákladů.

- *Zákaznická perspektiva:* hlavním cílem je zvýšení spokojenosti zákazníků spolu se zvyšováním kvality. Snahou firmy je také vytváření dobrého jména a image. V této oblasti se již firma angažuje například sponzoringem.
- *Perspektiva interních procesů:* problémem stavebních firem často bývá dodržování termínů odevzdání zakázek. Zaměření se na tento problém by přispělo ke spokojenosti stávajících zákazníků, ale také k získání nových. Zde je třeba věnovat pozornost výběru vhodných dodavatelů. Dalším cílem by měla být orientace na nové technologie a postupy práce, jelikož stavebnictví patří k oborům s neustálým vývojem.
- *Perspektiva učení se a růstu:* základním cílem v této oblasti je spokojenost zaměstnanců. Ta je totiž předpokladem pro výchovu loajálního zaměstnance, zvyšování kvality a produktivity práce. Dále by se také společnost měla věnovat průzkumu nových trhů, především v zahraničí.

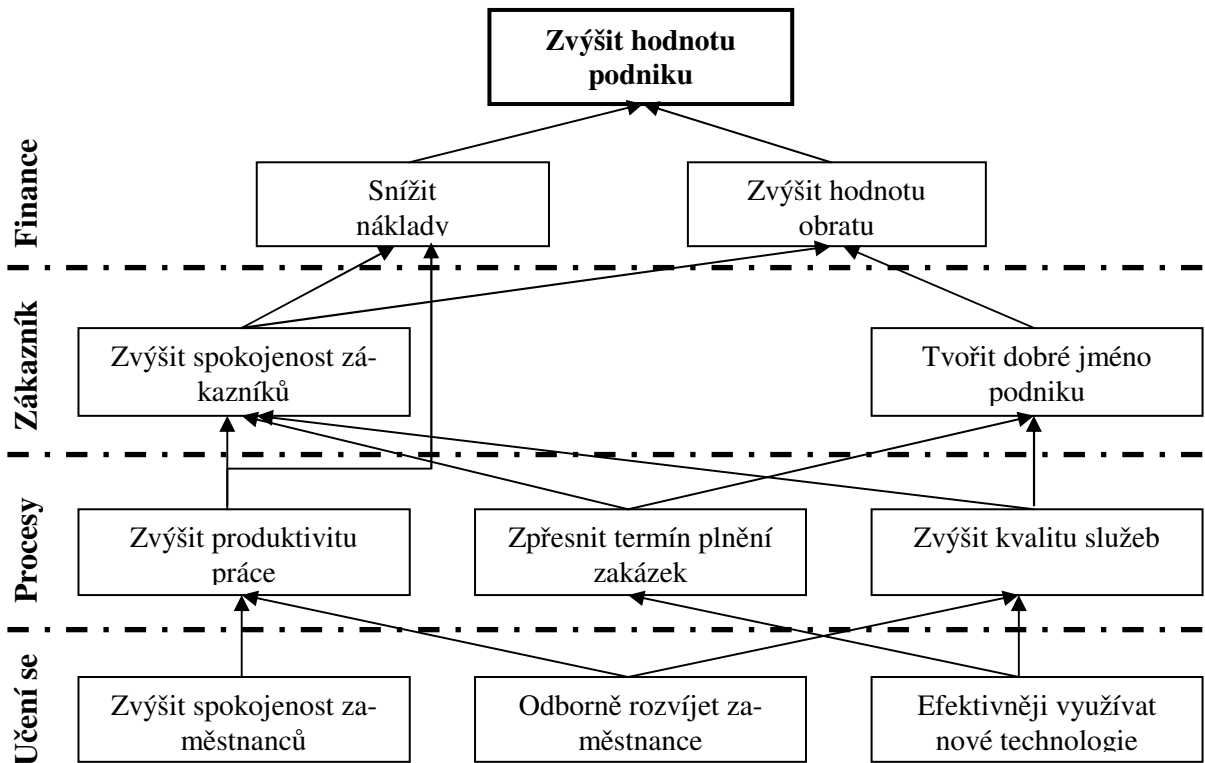
Tab. 61: Určení cílových hodnot a měřítek

Oblast	Strategický cíl	Měřítko	Skutečnost	Cíl 2012
Finance	Zvýšit hodnotu podniku	EVA (tis. Kč)	26 362	29 000
	Zvýšit hodnotu obratu	Celkový obrat	397 704	437 500
	Snížit náklady	Podíl nákladů na obratu (%)	95%	90%
Zákazník	Zvýšit spokojenost zákazníků	Dotazník (% nespokojených)	-	3%
	Tvořit dobré jméno společnosti	Počet sponzorských akcí ročně	3	5
Procesy	Zvýšit kvalitu služeb	Reklamace (%), měření spokojenosti (dotazník)	-	4%
	Zvýšit produktivitu práce	PH/počet zaměstnanců	1 050	1 300
	Zpřesnit termín plnění zakázek	% staveb dokončené po termínu (s prodlouženým termínem dokončení)	-	3%
Učení se a růst	Zvýšit spokojenost zaměstnanců	Osobní náklady/počet zaměstnanců (bodování podnikové kultury)	1 040	1 200
	Odborně rozvíjet zaměstnance	Počet školení/rok, (počet získaných certifikátů, zkoušek)	4	6
	Efektivněji využít nové technologie	Podíl staveb s využitím nových technologií (%)	1	3

Zdroj: [vlastní]

Hlavním cílem společnosti je tedy zvyšování její hodnoty. Tento růst by měl být zajištěn především růstem tržeb a snižováním nákladů. Snižování nákladů je poměrně složitější způsob jak zvýšit hodnotu firmy. Jelikož je společnost generálním dodavatelem, pro snížení nákladů by bylo nutné zajistit nižší ceny od subdodavatelů. Lepší příležitostí pro zvýšení tržeb je získání nových zakázek. Zde by se společnost mohla pokusit získat zakázky i z veřejného sektoru. Dále je nutné zaměřit se víc na spokojenost zákazníků a zvyšování kvality poskytovaných služeb. Také různé marketingové akce, jako sponzoring, přispívají k zviditelnění společnosti a k tvorbě jejího dobrého jména. Problémem stavebnictví je rovněž nedodržování termínu předání zakázek. Zlepšení této situace by mělo kladný vliv na snižování nákladů a růst produktivity práce. Produktivita práce je ovlivněna i spokojeností zaměstnanců a jejich kvalifikací. Společnost by se měla víc zaměřit na vzdělávání svých

pracovníků. Na úrovni THP především zvyšování jazykových znalostí, které by mohli přispět k lepší orientaci na zahraničních trzích.



Obr. 8: Strategická mapa [vlastní]

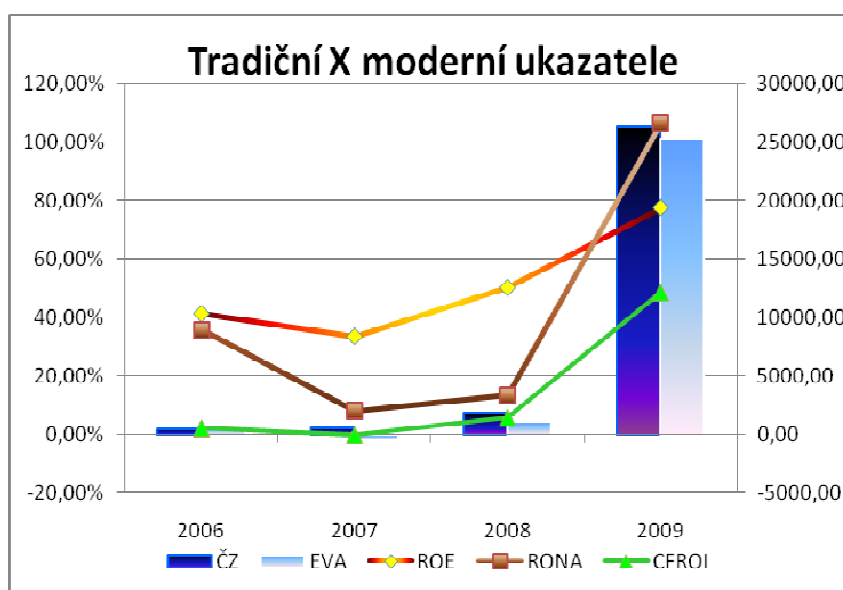
8.6 Zhodnocení moderních ukazatelů výkonnosti

Při výpočtu moderních metod byly využity počáteční stavy majetku v daném roce, aby bylo dosaženo přesnějších informací o výkonnosti podniku. WACC pro všechny ukazatele byly vypočteny metodou, kde náklady na vlastní kapitál byly určeny dle CAPM (Tab. 48).

Tab. 62: Srovnání moderních metod měření výkonnosti

	2006	2007	2008	2009
EVA (tis. Kč)	533,920	-469,660	1 022,400	25 232,670
RONA	35,730%	8,280%	13,530%	106,82%
CROGA	26,720%	23,950%	20,990%	126,58%
CFROI	2,410%	-0,004%	5,845%	48,700%

Zdroj: [vlastní]



Graf 9: Srovnání vybraných klasických a moderních ukazatelů [vlastní]

Ekonomická přidaná hodnota hodnotí společnost XYZ, a.s. pozitivně, jelikož jsou její hodnoty ve sledovaných letech kladné, mimo rok 2007. V tomto došlo k jejímu poklesu až do záporné hodnoty. Důvodem byl především extrémní nárůst nákladů na vlastní kapitál a také zvýšení investic. Ostatní ukazatele je, pro lepší interpretaci, vhodné porovnat s WACC, abychom zjistili, zda podnik tvořil ve sledovaných letech hodnotu pro své vlastníky, nebo ji naopak ničil.

Tab. 63: Srovnání vybraných ukazatelů s WACC

	2006	2007	2008	2009
CFROI - WACC _{real}	0,41%	-3,01%	5,69%	44,86%
RONA - WACC	29,26%	-3,24%	5,01%	98,51%
CROGA - WACC	20,25%	12,48%	12,60%	118,52%

Zdroj: [vlastní]

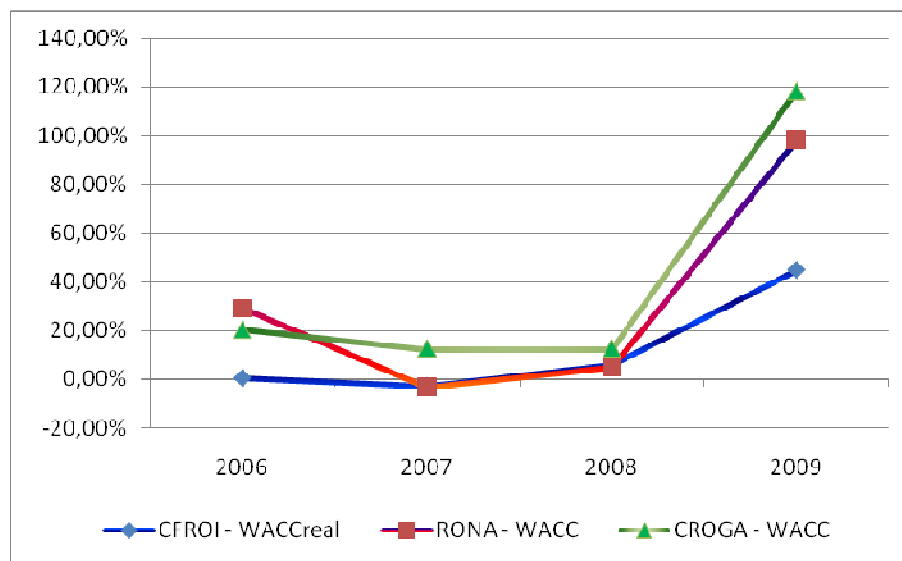
Ukazatel $CFROI_{spread}$ je porovnáván s náklady na kapitál upravenými o inflaci. Tento ukazatel se v roce 2007 dostal do záporných hodnot. Dle $CFROI_{spread}$ tedy podnik v roce 2007 zhodnotil vložené prostředky méně, než byly reálné náklady na kapitál, a netvořil tak hodnotu. V následujících dvou letech byl vývoj ukazatele pozitivní a podnik opět tvořil hodnotu.

Ukazatel $RONA_{spread}$ je vypočten na základě čistého zisku, jeho hodnoty jsou také kladné mimo rok 2007. Potvrdily tak výsledek zjištění u $CFROI_{spread}$, a to sice, že podnik v tomto

roce netvořil hodnotu pro své vlastníky. V ostatních letech byl již ukazatel kladný a měl i pozitivní vývoj. Společnost tedy tvořila hodnotu pro své vlastníky. Rozkolísanost hodnot je způsobena především prudkým růstem čistých aktivit a v posledním roce také desetinásobným zvýšením zisku.

Ukazatel $CROGA_{spread}$ zůstal jako jediný kladný i v roce 2007. Došlo zde jen k mírnému snížení. Dle tohoto ukazatele společnost ve všech sledovaných letech tvořila hodnotu pro své vlastníky. Vysoký nárůst v posledním roce byl způsoben zvýšením hrubých aktiva a především zvýšením čistého zisku.

Použité ukazatele hodnotí činnost společnosti pozitivně. Jedinou výjimkou je rok 2007, kdy společnost netvořila hodnotu, ale naopak ji ničila. Tento vývoj nepotvrdil jen $CROGA_{spread}$, ale i u tohoto ukazatele bylo zaznamenáno snížení oproti předchozímu roku. Následující vývoj po roce 2007 byl již pozitivní u všech ukazatelů.



Graf 10: Vývoj spreadů pro jednotlivé ukazatele [vlastní]

9 SROVNÁNÍ KLASICKÝCH A MODERNÍCH MĚŘÍTEK VÝKONNOSTI A DOPORUČENÍ

Základním rozdílem mezi tradičními a moderními ukazateli je v tom, že ty klasické vycházejí z účetních informací, které nezachycují některé činitele, které se podílí na hlavní činnosti podniku a naopak zahrnují faktory, které s hlavní činností podniku nesouvisí. Další nevýhodou je, že nezohledňují náklady na kapitál. Moderní koncepty měření výkonnosti se snaží tyto nedostatky odstranit, některé dokonce berou v úvahu i vliv inflace. Hlavní nevýhodou jsou zde především náročné úpravy vstupních veličin.

Tab. 64: Srovnání ukazatelů

	2006	2007	2008	2009
ROE	41,460%	33,69%	50,350%	77,680%
RONA	35,730%	8,24%	13,400%	106,570%
CFROI	2,410%	-0,004%	5,845%	48,700%
ČZ (tis. Kč)	488,00	598,00	17 99,00	26 353,00
EVA (tis. Kč)	588,49	-469,66	1 022,40	25 232,67

Zdroj: [vlastní]

Z tabulky 64 můžeme vidět, jak se od sebe jednotlivé ukazatele liší. Ukazatel RONA dosahuje nižšího hodnot než ROE s výjimkou roku 2009, kdy došlo k velkému nárůstu zisku i čistých operativních aktiv. Ukazatel CFROI nezahrnuje náklady na kapitál, ale zohledňuje vliv inflace. Počítá také s faktem, že podnik nemůže existovat po nekonečně dlouhou dobu, nevydělá-li více než jsou náklady na kapitál. Jeho počáteční úpravy jsou ale poměrně složité a proto bych tento ukazatel doporučila spíše pro ocenění podniku než pro jeho hodnocení výkonnosti. Koncept CFROI také počítá s dobou životnosti majetku očekávanými budoucími příjmy po tuto dobu. Obor stavebnictví se ale potýká s výkyvy, jako je například sezónnost. Proto si myslím, že CFROI nepředstavuje nejvhodnější koncept pro hodnocení výkonnosti podniku XYZ, a.s.

Hodnota podniku zjištěná na základě konceptu EVA se lišila od čistého zisku podniku především v letech 2007 a 2008. Důvodem tohoto odlišení je, že EVA zohledňuje náklady na kapitál. Ovšem díky nevyvážené majetkové struktuře společnosti byly náklady na kapitál poměrně nízké. A to i přes to, že náklady na vlastní kapitál byly vyšší než 300 % a v roce 2007 dosáhly téměř 850 %.

Pro společnost XYZ, a.s. bych jako nejvhodnější metodu hodnocení výkonnosti navrhla koncept EVA. EVA zohledňuje jak náklady kapitálu, tak i položky, které nejsou vyčísleny v rozvaze. Dokáže také lépe rozpoznat nepříznivý vývoj pro vlastníky oproti klasickým ukazatelům. To se nám potvrdilo v roce 2007, kdy společnost sice dosáhla kladného výsledku hospodaření avšak dle EVA nepřispěla k tvorbě hodnoty pro vlastníky, ale naopak ji ničila. Koncept EVA také bere v úvahu pouze výnosy a náklady z hlavní činnosti, takže není ovlivněn mimořádnými událostmi, které by mohly zkreslit představy o hospodaření podniku. Nevýhodou jsou zde nutné úpravy účetních informací pro vstupní hodnoty. Ty však lze zjednodušit a vybrat jen nejdůležitější kroky, takže úprava není v konečné fázi tolik složitá jako u CFROI. Zavedení konceptu EVA navíc přináší i další výhody, než jen zhodnocení výkonnosti podniku. Tento koncept je možné použít i pro implementaci strategického plánování. Pokud si podnik zvolí jako strategický cíl maximalizaci budoucího hodnoty EVA, pak by tomu měla být přizpůsobena i alokace kapitálu tzn., že budou přijímány jen ty projekty, které budou tvořit hodnotu. Koncept EVA lze také využít při odměňování a motivování zaměstnanců a také jako postup při ocenění podniku.

Pokud by se podnik rozhodl pro zavedení konceptu EVA jako systému řízení, měl by postupovat tak, že sestaví skupinu vedoucích pracovníků, jejichž úkolem bude rozhodnout o:

- způsobu měření EVA a prováděných úprav vstupních údajů, dále by měla rozhodnout o postupech hodnocení nových investičních příležitostí a projektů.
- systému odměňování: periodicita odměňování, forma vyplácení odměn, typ bonusů, atd.

Dalším krokem by pak mělo být uvedení nového systému řízení do povědomí zaměstnanců. Formou seminářů a tréninků změnit přístup a myšlení lidí a pochopení jejich role při společném úsilí o vytvoření hodnoty.

Výhodou zde také je, že pokud by společnost zavedla koncept EVA alespoň jako metodu hodnocení výkonnosti, nepředstavovalo by to pro ni téměř žádné dodatečné náklady. Jediným nákladem by bylo školení pracovníka úseku finance. Dvoudenní školení o moderních metodách hodnocení výkonnosti se zaměřením na EVA vyjde cca na 5 – 7 tisíc. Toto školení by také pomohlo odstranit případná rizika zavedení konceptu. Těmi jsou například nesprávně provedené úpravy a tím zkreslení výsledku. Nevhodně zvolené období, pro které

se má měření provádět. Zde je třeba brát v úvahu, že činnosti v jednom období mohou působit až v období následujícím.

I přes zavedení konceptu EVA bych nezavrhovala ani využívání finanční analýzy. Přes všechny nevýhody klasických ukazatelů může být pro podnik v určitých oblastech přínosem. Její sestavení navíc nevyžaduje žádné složité úpravy.

ZÁVĚR

Předmětem této práce bylo zhodnocení výkonnosti podniku XYZ, a.s. pomocí tradičních a vhodných moderních ukazatelů výkonnosti a následný návrh nejvhodnějšího konceptu pro budoucí hodnocení výkonnosti.

Výsledky finanční analýzy poukázaly na to, že má analyzovaný podnik problémy především v oblasti likvidity. Dále pak byla zjištěna extrémní zadluženost podniku, přes 98 %. Tento fakt je ale dán způsobem podnikání společnosti, jelikož působí jako generální dodavatel a jednotlivé části zakázky nakupuje od svých subdodavatelů. Proto se také neukázaly problémy se splácením úroků, jelikož se nejedná o úročené závazky. Přínosem finanční analýzy je také možnost porovnání podniku s obdobnými podniky v odvětví. A proto bych ji ani pro její již zmíněné nedostatky nezamítala.

Další část práce byla věnována moderním ukazatelům. V teoretické části bylo popsáno několik moderních měřítek, z nichž jsem vybrala ty, které bylo možné na analyzovaný podnik aplikovat. Hlavní nevýhodou těchto moderních metod je jejich náročnost na úpravu vstupních údajů. Tato nevýhoda je na druhé straně vyvážena tím, že moderní ukazatele odstraňují nedostatky klasických metod. Na základě všech vypočtených moderních ukazatelů byl zjištěn velmi podobný vývoj podniku. Všechny metody hodnotily analyzovaný podnik pozitivně a dle jejich výsledků podnik tvořil hodnotu pro své vlastníky. Výjimkou byl pouze rok 2007, kdy všechny metody zaznamenaly citelné ochlazení a mimo $CFROI_{spread}$, se dostaly do záporných hodnot. Jako nejvhodnější koncept hodnocení výkonnosti podniku XYZ, a. s. se dle mého názoru jeví ukazatel EVA. Důvodem je jeho možnost využití i v dalších oblastech než jen jako ukazatel výkonnosti. Výhodou je také zahnutí nákladů na kapitál a také pro mnohé manažery příjemnější hodnotové vyjádření postaveném na bázi zisku oproti konceptům na bázi cash flow. Při omezení jeho úprav jen na nejdůležitější kroky se také snižuje jeho pracnost a tím se odstraňuje nejčastější bariéra pro jeho zavedení. Většina podniků totiž zavrhuje moderní metody měření výkonnosti především pro jejich náročnou úpravu vstupních údajů. S růstem konkurence, které musí podniky čelit, se podmínkou dlouhodobé existence stává vytváření adekvátní hodnoty, a to přijetím takového způsobu řízení, který tento cíl respektuje.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BLAHA, Z., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2006. 196 s. ISBN 80-7261-145-3.
- [2] *Businessinfo.cz* [online]. 16.12.2009 [cit. 2010-02-26]. České stavebnictví a krize. Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/oborove-informace/ceske-stavebnictvi-a-krize/1000434/55711/>>.
- [3] *Česká národní banka* [online]. 2003-2010 [cit. 2010-03-25]. Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit - PRIBOR. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp>.
- [4] *Český statistický úřad* [online]. 1.1.2003 [cit. 2010-02-26]. Odvětvová klasifikace ekonomických činností. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/odvetvova_klasifikace_ekonomickych_cinno sti_%28ocek%29>.
- [5] *Damodaran online* [online]. 1998 [cit. 2010-03-16]. The data page. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- [6] DLUHOŠOVÁ, D. Nové přístupy a metody k měření finanční výkonnosti podniku . *D Space* [online]. 2007 [cit. 2010-02-13], s. 1-17. Dostupný z WWW: <www.ekf.vsb.cz/shared/uploadedfiles/.../S154_Dluhosova_Dana.pdf>. ISSN 1212-3951.
- [7] *Finance-management* [online]. 2005 [cit. 2010-03-03]. Balanced ScoreCard. Dostupné z WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Balanced+ScoreCard&IdPojPass=56>>.
- [8] GRÜNWARD, R. *Finanční analýza - metody a využití*. Praha : VOX Consult, 1995. 81 s.
- [9] HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza firmy*. 1. vyd. Praha : Aspi, 2008. 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.
- [10] KISLINGEROVÁ, E. *Moderní řízení* [online]. 1.11.2001 [cit. 2010-04-06]. Vyznáte se v hodnotových ukazatelích. Dostupné z WWW: <<http://modernirizeni.ihned.cz/>>. ISSN 1213-7693.

- [11] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha : Grada, 2008. 232 s. Dostupné z WWW: <<http://books.google.cz>>. ISBN 8024724324.
- [12] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku : proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha : Eupress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [13] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku* . 1. Praha : Ekopress, 2001. 72 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [14] MENZEL, J. *Stavitel* [online]. 17.10.2008 [cit. 2010-02-26]. Stavebnictví táhlo celou ekonomiku. Dostupné z WWW: <http://stavitel.ihned.cz/c6-10183500-29064800-G00000_d-stavebnictvi-tahlo-celou-ekonomiku>.
- [15] *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2005 [cit. 2010-04-01]. Makroekonomická predikce. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html>.
- [16] *Ministerstvo průmyslu a obchodu : Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2007* [online]. 25.2.2009 [cit. 2010-02-26]. MPO. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument43538.html>>.
- [17] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde, 2005. 304 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [18] PAVELKOVÁ, D; KNÁPKOVÁ, A; PÁLKA, P. *Podnikové finance : Sbíрка příkladů*. Zlín : UTB, 2007. 94 s. ISBN 978-80-7318-579-8.
- [19] PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy : Manažerské účetnictví v praxi*. 1. vyd. Praha : Grada, 2005. 372 s. ISBN 80-247-1046-3.
- [20] *PSK* [online]. 2008 [cit. 2010-02-26]. PSK - Průmyslové stavby a konstrukce, a.s. Dostupné z WWW: <<http://www.psk.cz/index.php?id=166>>.
- [21] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha : Grada, 2007. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- [22] STŘELEČEK, J. *Vlastní cesta* [online]. 2010 [cit. 2010-03-31]. Porterův model konkurenčních sil. Dostupné z WWW: <<http://www.vlastnicesta.cz/akademie/marketing/marketing-metody/porteruv-model-konkurencnich-sil/>>.

- [23] SVAČINA, L. *Hypoidex* [online]. 1.2.2010 [cit. 2010-03-03]. Stavebnictví se dočká oživení až v roce 2011. Dostupné z WWW: <<http://www.hypoidex.cz/clanky/stavebnictvi-se-docka-oziveni-az-v-roce-2011/>>. ISSN 1802-5900.
- [24] ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Praha : Eupress, 2004. 90 s. ISBN 80-86754-33-2.
- [25] WAGNER, J. *Měření výkonnosti : Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Praha : Grada, 2009. 256 s. ISBN 978-80-247-2924-4.
- [26] Interní materiály

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

BL	Běžná likvidita
CF	Cash flow
CFROI	Cash flow návratnost investovaného kapitálu
ČR	Časové rozlišení
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EPS	Zisk na akcii
KFM	Krátkodobý finanční majetek
MVA	Tržní přidaná hodnota
MUST	Mezinárodní účetní standardy
NPV	Čistá současná hodnota
OL	Okamžitá likvidita
PL	Pohotová likvidita
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita celkového investovaného kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Rentabilita investic
ROS	Rentabilita tržeb
TSR	Total Shareholder Return
VK	Vlastní kapitál
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1: Elementární metody finanční analýzy</i>	22
<i>Obr. 2: Rozklad ukazatele ROE</i>	30
<i>Obr. 3: Princip TRS</i>	35
<i>Obr. 4: Možnosti zvyšování hodnoty EVA</i>	39
<i>Obr. 5: Silné a slabé stránky moderních ukazatelů</i>	43
<i>Obr. 6: Organizační struktura společnosti XYZ, a.s.</i>	47
<i>Obr. 7: Rozklad ukazatele EVA</i>	84
<i>Obr. 8: Strategická mapa</i>	90
<i>Graf 1: Očekávaný vývoj stavebnictví dle firem v odvětví</i>	50
<i>Graf 2: Rozdělení EBITu v letech 2006 – 2009</i>	58
<i>Graf 3: Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji</i>	60
<i>Graf 4: Vývoj likvidity v letech 2006 – 2009 – XYZ, a.s.</i>	61
<i>Graf 5: Vývoj ukazatelů obratovosti v letech 2006 – 2009</i>	64
<i>Graf 6: Poměrové ukazatele – společnost XYZ, a.s. a odvětví v roce 2008</i>	65
<i>Graf 7: Vývoj Altmanova Z-skóre v letech 2006 – 2009</i>	68
<i>Graf 8: Vývoj Indexu IN01 s vyznačením šedé zóny v letech 2006 – 2009</i>	69
<i>Graf 9: Srovnání vybraných klasických a moderních ukazatelů</i>	92
<i>Graf 10: Vývoj spreadů pro jednotlivé ukazatele</i>	93

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1: Obrat společnosti v letech 2002 – 2008</i>	45
<i>Tab. 2: Průměrná počet zaměstnanců v letech 2006 – 2009</i>	47
<i>Tab. 3: SWOT analýza firmy XYZ, a.s.</i>	49
<i>Tab. 4: Procentuální rozbor položek majetkové a finanční struktury – XYZ, a.s.</i>	53
<i>Tab. 5: Procentuální rozbor položek majetkové a finanční struktury – odvětví</i>	53
<i>Tab. 6: Pohledávky po splatnosti – XYZ, a.s.</i>	54
<i>Tab. 7: Procentní rozbor položek výnosů a nákladů – XYZ, a.s.</i>	55
<i>Tab. 8: Procentní rozbor položek výnosů a nákladů – odvětví</i>	56
<i>Tab. 9: Vývoj hospodářského výsledku - XYZ, a.s.</i>	57
<i>Tab. 10: Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním – XYZ, a.s.</i>	57
<i>Tab. 11: Vývoj čistého pracovního kapitálu – XYZ, a.s.</i>	58
<i>Tab. 12: Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury – XYZ, a.s.</i>	58
<i>Tab. 13: Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury – odvětví</i>	59
<i>Tab. 14: Ukazatele likvidity – XYZ, a.s.</i>	60
<i>Tab. 15: Likvidita – odvětví</i>	60
<i>Tab. 16: Ukazatele rentability – XYZ, a.s.</i>	61
<i>Tab. 17: Ukazatele rentability – odvětví</i>	61
<i>Tab. 18: Multiplikátor VK – XYZ, a.s.</i>	62
<i>Tab. 19: Ukazatele aktivity – XYZ, a.s.</i>	62
<i>Tab. 20: Ukazatele aktivity – odvětví</i>	63
<i>Tab. 21: Porovnání poměrových ukazatelů u společnosti a odvětví v roce 2008</i>	64
<i>Tab. 22: Další ukazatele – XYZ, a.s.</i>	65
<i>Tab. 23: Další ukazatele – odvětví</i>	65
<i>Tab. 24: Výpočet Altmanova Z-skóre – XYZ, a.s.</i>	66
<i>Tab. 25: Výpočet Indexu IN01 – XYZ, a.s.</i>	67
<i>Tab. 26: Výpočet nákladů na vlastní kapitál</i>	68
<i>Tab. 27: Výpočet nákladů na vlastní kapitál</i>	68
<i>Tab. 28: Aktivace leasingu</i>	73
<i>Tab. 29: Vývoj nedokončených investic</i>	73
<i>Tab. 30: Neúročené cizí zdroje</i>	73
<i>Tab. 31: Vymezení NOA v letech 2006 – 2009</i>	74

<i>Tab. 32: Nákladové úroky – leasing a úvěr</i>	74
<i>Tab. 33: Prodej DM</i>	74
<i>Tab. 34: Vymezení NOPAT v letech 2006 – 2009</i>	75
<i>Tab. 35: Vymezení C v letech 2006 – 2009</i>	75
<i>Tab. 36: Náklady na bankovní úvěr – 1. Alternativa</i>	76
<i>Tab. 37: Náklady na bankovní úvěr – 2. Alternativa</i>	76
<i>Tab. 38: Náklady na bankovní úvěr</i>	76
<i>Tab. 39: Náklady leasingu</i>	77
<i>Tab. 40: Průměrné náklady dluhu</i>	77
<i>Tab. 41: Výpočet modelu CAPM</i>	78
<i>Tab. 42: Výpočet modelu CAPM – odhadnutá β_z</i>	78
<i>Tab. 43: Odvození r_e z nákladů na cizí kapitál</i>	79
<i>Tab. 44: Stavebnicový model</i>	79
<i>Tab. 45: Náklady kapitálu podle rentability v odvětví</i>	80
<i>Tab. 46: Výpočet průměrné hodnoty N_{vk}</i>	80
<i>Tab. 47: Výpočet WACC – 1. Varianta</i>	80
<i>Tab. 48: Výpočet WACC – 2. Varianta</i>	81
<i>Tab. 49: Výpočet WACC – 2. Varianta</i>	82
<i>Tab. 50: Výpočet EVA s 2. alternativou WACC</i>	82
<i>Tab. 51: Ukazatel RONA</i>	83
<i>Tab. 52: Výpočet ukazatele CROGA</i>	84
<i>Tab. 53: Životnost aktiv</i>	85
<i>Tab. 54: Vývoj deflátoru HDP v letech 2006 – 2009</i>	85
<i>Tab. 55: Odepisovaný majetek</i>	85
<i>Tab. 56: Neodepisovaná aktiva</i>	86
<i>Tab. 57: Brutto investiční báze</i>	86
<i>Tab. 58: Brutto cash flow</i>	87
<i>Tab. 59: Výpočet CFROI</i>	87
<i>Tab. 60: Výpočet CFROIspread</i>	88
<i>Tab. 61: Určení cílových hodnot a měřítek</i>	90
<i>Tab. 62: Srovnání moderních metod měření výkonnosti</i>	91
<i>Tab. 63: Srovnání vybraných ukazatelů s WACC</i>	92

Tab. 64: Srovnání ukazatelů 94

SEZNAM PŘÍLOH

PI	Vývojové trendy majetkové a finanční struktury – XYZ, a.s.
PII	Vývojové trendy majetkové a finanční struktury – odvětví
PIII	Vývojové trendy položek výnosů a nákladů – XYZ, a.s.
PIV	Vývojové trendy položek výnosů a nákladů – odvětví
PV	Rozklad ukazatele ROE v letech 2006 – 2009
PVI	Rozklad ukazatele EVA
PVII	Stanovení $WACC_{\text{real}}$
PVII	Rozvaha společnosti XYZ, a.s.
PIX	Výkaz zisku a ztráty společnosti XYZ, a.s.

**PŘÍLOHA PI: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽEK MAJETKOVÉ A
FINANČNÍ STRUKTURY – XYZ, a.s.**

	2006	2007	07/06	2008	08/06	08/07	2009	09/06	09/07	09/08
Celkem aktiva	135813	156435	15,2%	251967	85,5%	61,1%	137155	1,0%	-12,3%	-45,6%
DM	716	493	-31,1%	7813	991,2%	1484,8%	17192	2401,1%	3387,2%	120,0%
DNM	0	0	x	1010	x	x	0	x	x	0,0%
DHM	716	493	-31,1%	4803	570,8%	874,2%	8156	1139,1%	1554,4%	69,8%
DFM	0	0	x	2000	x	x	9036	x	x	351,8%
OA	134891	155810	15,5%	243540	80,5%	56,3%	119598	-11,3%	-23,2%	-50,9%
Zásoby	35822	0	-100,0%	7212	-79,9%	x	0	-100,0%	x	0,0%
Pohledávky	98660	153838	55,9%	235178	138,4%	52,9%	113809	15,4%	-26,0%	-51,6%
Fin. majetek	409	1972	382,2%	1150	181,2%	-41,7%	5789	1315,4%	1315,4%	403,4%
Ost. A	206	132	-35,9%	614	198,1%	365,2%	365	77,2%	176,5%	-40,6%
Celkem pasiva	135813	156435	15,2%	251967	85,5%	61,1%	137155	101,0%	-12,3%	-45,6%
VK	1177	1775	50,8%	3573	203,6%	101,3%	33925	2782,3%	1811,3%	849,5%
ZK	1000	1000	0,0%	1000	0,0%	0,0%	5000	400,0%	400,0%	400,0%
Nerozděl. zisk+fondy	-311	177	-156,9%	774	-348,9%	337,3%	226	-172,7%	27,7%	-70,8%
VH B.O.	488	598	22,5%	1799	268,6%	200,8%	26352	5300,0%	4306,7%	1364,8%
Cizí zdroje	134565	154466	14,8%	248334	84,5%	60,8%	103174	-23,3%	-33,2%	-58,5%
Rezervy	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
Dl. Závazky	58	35	-39,7%	49	-15,5%	40,0%	49	-15,5%	40,0%	0,0%
Kr. Závazky	124061	138131	11,3%	225385	81,7%	63,2%	90044	-27,4%	-34,8%	-60,0%
BU	10446	16300	56,0%	22900	119,2%	40,5%	13081	25,2%	-19,7%	-42,9%
Kr. BÚ	10446	16300	56,0%	22900	119,2%	40,5%	13081	25,2%	80,3%	-42,9%
Dl. BÚ	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
Ost. P	71	194	173,2%	60	-15,5%	-69,1%	56	-21,1%	-71,1%	-6,7%

PŘÍLOHA PII: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽEK MAJETKOVÉ A FINANČNÍ STRUKTURY - ODVĚTVÍ

(tis. Kč)	2006	2007	07/06	2008	08/06	08/07
AKTIVA CELKEM	159498	180900	13,42%	180150	12,95%	-0,41%
Dlouhodobý majetek	39085	43868	12,24%	44272	13,27%	0,92%
DNM+DHM	27808	30047	8,05%	28518	2,55%	-5,09%
DFM	11276	13821	22,57%	15754	39,71%	13,99%
Oběžná aktiva	117596	135018	14,82%	133473	13,50%	-1,14%
Zásoby	13467	15406	14,40%	12294	-8,71%	-20,20%
Pohledávky dl.+kr.	86478	95545	10,48%	96037	11,05%	0,51%
Kr. fin. majetek	17654	24067	36,33%	25142	42,42%	4,47%
Časové rozlišení	2817	2013	-28,54%	2405	-14,63%	19,47%
PASIVA CELKEM	159498	180900	13,42%	180150	12,95%	-0,41%
Vlastní kapitál	50646	57623	13,78%	59549	17,58%	3,34%
ZK	18832	19878	5,55%	20653	9,67%	3,90%
Nerozdělení zisk + fondy	22870	28685	25,43%	28791	25,89%	0,37%
VH běžného období	8944	9059	1,29%	10105	12,98%	11,55%
Cizí zdroje + ost P	102919	121890	18,43%	118653	15,29%	-2,66%
Rezervy	8621	9824	13,95%	10577	22,69%	7,66%
Dl. Závazky	7567	8714	15,16%	10550	39,42%	21,07%
Kr. závazky	80783	93693	15,98%	87901	8,81%	-6,18%
Bankovní úvěry a výpomoci	5947	9659	62,42%	9624	61,83%	-0,36%
BÚ a fin. výp. Kr.	4190	7553	80,26%	7505	79,12%	-0,64%
BÚ dlouhodobé	1757	2106	19,86%	2119	20,60%	0,62%
Ostatní pasiva	5933	1386	-76,64%	1948	-67,17%	40,55%

**PŘÍLOHA PIII: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽEK VÝNOSŮ A
NÁKLADŮ – XYZ, a.s.**

	2006	2007	07/06	2008	08/06	08/07	2009	09/06	09/07	09/08
Tržby za prodej zboží	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
Výkony	226386	260679	15,1%	548660	142,4%	110,5%	391462	172,9%	150,2%	71,3%
*Tržby za vl. Výrobky a služby	190564	296501	55,6%	540438	183,6%	82,3%	397704	208,7%	134,1%	73,6%
*Změna stavu zásob	35822	-35822	-200,0%	7212	-79,9%	-120,1%	-6242	-17,4%	17,4%	-86,6%
*Aktivace	0	0	x	1010	x	x	0	x	x	0,0%
Ostatní výnosy	1467	764	-47,9%	9047	516,7%	1084,2%	5994	408,6%	784,6%	66,3%
VÝNOSY	227853	261443	14,7%	557707	144,8%	113,3%	397456	174,4%	152,0%	71,3%
Náklady na zboží	0	0	x	0	x	x	0	x	x	x
Výkonový spotřeba	200960	235307	17,1%	496136	146,9%	110,8%	311678	155,1%	132,5%	62,8%
Nákladové úroky	170	687	304,1%	1369	705,3%	99,3%	1050	617,6%	152,8%	76,7%
Odpisy DHM a DNM	573	223	-61,1%	567	-1,0%	154,3%	1355	236,5%	607,6%	239,0%
Osobní náklady	19318	22387	15,9%	36131	87,0%	61,4%	52082	269,6%	232,6%	144,1%
Změna stavu rezerv a OP	-9113	0	-100,0%	14420	-258,2%	x	-1255	13,8%	x	-8,7%
Ostatní náklady	15457	2241	-85,5%	7285	-52,9%	225,1%	6194	40,1%	276,4%	85,0%
NÁKLADY	227365	260845	14,7%	555908	144,5%	113,1%	371104	163,2%	142,3%	66,8%

**PŘÍLOHA PIV: VÝVOJOVÉ TRENDY POLOŽEK VÝNOSŮ A
NÁKLADŮ – XYZ, a.s.**

(v tis. Kč)	2006	2007	07/06	2008	08/06	08/07
Tržby za prodej zboží	4958	5633	13,61%	3173	-36,00%	-43,67%
Výkony	231 526	205712	-11,15%	256714	10,88%	24,79%
*Tržby za vl. výrobky a služby	231571	246412	6,41%	255063	10,14%	3,51%
*Změna stavu zásob	-3150	791	-125,11%	-2020	-35,87%	-355,37%
*Aktivace	3105	3509	13,01%	3672	18,26%	4,65%
Ostatní výnosy	16452	81038	392,57%	29916	81,84%	-63,08%
VÝNOSY	252936	292384	15,60%	289803	14,58%	-0,88%
Náklady na zboží	4485	4982	11,08%	2754	-38,60%	-44,72%
Výkonový spotřeba	195 808	209801	7,15%	215853	10,24%	2,88%
Nákladové úroky	525	1727	228,95%	1042	98,48%	-39,66%
Odpisy DHM a DNM	3290	3958	20,30%	3691	12,19%	-6,75%
Osobní náklady	30 972	24547	-20,74%	27129	-12,41%	10,52%
Změna stavu rezerv a OP	x	10689	x	-1028	x	-109,62%
Ostatní náklady	5862	24547	318,75%	27129	362,79%	10,52%
NÁKLADY	240942	280251	16,31%	276570	14,79%	-1,31%

PŘÍLOHA PV: ROKLAD UKAZATELE ROE V LETECH 2006 - 2009

ČZ / VK		Ukazatel	
41,46%		2006	
33,69%		2007	
50,35%		2008	
77,68%		2009	

ČZ / V				V / A				A / VK	
0,002				1,678				115,389	
0,002		x		1,670		x		88,130	
0,003				2,210				70,520	
0,066				2,900				4,040	

ČZ / EBT				EBT / V				V / DHM				DHM / A				CK / VK				FM / Kr. záv.				Kr. záv. / CK				FM / A	
0,306		x		0,007				318,230		x		0,005				114,330		x		0,003		x		0,922		/		0,003	
0,508				0,004				530,310				0,003				87,020				0,014				0,894				0,013	
0,350				0,009				116,120				0,019				69,500				0,005				0,908				0,005	
1,000				0,066				48,730				0,059				3,040				0,064				0,873				0,042	

V / V				Ná / V	
1				0,997	
1		-		0,997	
1				0,996	
1				0,934	

Ná pr. Zb. / V				VS / V				O / V				ON / V				NÚ / V				Ostat. N / V	
0,000				0,882				0,003				0,085				0,001				0,068	
0,000		+		0,900		+		0,001		+		0,086		+		0,003		+		0,009	
0,000				0,890				0,001				0,066				0,003				0,013	
0,000				0,784				0,003				0,131				0,003				0,016	

PŘÍLOHA PVI: ROKLAD UKAZATELE EVA

EVA		=	EVA	
1 022	25 232		rok 2008	rok 2009
+ 24 210			přírůstek EVA	
RONA - WACC		*	C (NOA)	
8,18	102,57		20 070	25 610
+ 94,39			5 540	
RONA		-	WACC	
5,01	98,51		8,39	8,06
+ 93,5			- 0,33	
			VK / C	*
			1,13	1,42
			+ 0,23	
			N_{VK}	
			326,46	329,42
			+ 2,96	
			CK / C	*
			98,74	98,56
			- 0,18	
			N_{CK}	
			4,75	3,44
			+ 1,31	
			r_f	+
			4,55	4,92
			+ 0,37	
			β * (r_m - r_f)	
NOPAT / Tržby	*	Tržby / C		
0,005	0,069	27,60	15,32	
+ 0,064		- 12,28		
		Tržby	/	
		548660	391462	
		- 157 198		
		T za prodej zboží		
		0	0	
		T za vl. výr. a sl.		
		548660	391462	
		- 157 198		
		Zásoby	+	Pohledávky
		7212	+	235164
		- 7 212		113809
				- 121 355
				Krátk. FM
				1150
				5789
				+ 4 639
				Krátkodobý CK
				225480
				90149
				- 135 331
PH / T	-	Osobní Ná / T	-	Odpisy / T
0,046	0,135	0,065	0,133	0,001
+ 0,08		+ 0,068		0,003
				+ 0,002
				Ost.Vý-ost.Ná / T
				0,030
				0,031
				- 0,001

PŘÍLOHA PVII: STANOVENÍ $WACC_{REAL}$

Při stanovení $WACC_{real}$ vycházíme z nákladů na cizí kapitál, které nezohledňují daňovou úsporu, ale zahrnují vliv inflace.

Tab.: Stanovení $WACC_{real}$

	2006	2007	2008	2009
Nck	4,27%	5,51%	6,01%	4,30%
Nvk	40,02%	39,71%	46,44%	42,89%
CK/C (počátek roku)	99,32%	99,08%	98,74%	98,56%
VK/C (počátek roku)	0,64%	0,87%	1,13%	1,42%
WACC	4,50%	5,80%	6,46%	4,84%
Průměrná inflace	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%
WACC real	2,00%	3,00%	0,16%	3,84%

Zdroj: [vlastní]

PŘÍLOHA PVIII: ROZVAHA SPOLEČNOSTI XYZ, A.S.

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	135813	156435	251967	137155
Dlouhodobý majetek	716	493	7813	17192
DNM	0	0	1010	0
*nedokončení majetek	0	0	1010	0
DHM	716	493	4803	8156
*pozemky	0	0	0	15
*SMV	716	493	4802	7428
*nedokončení majetek	0	0	718	0
DFM	0	0	2000	9036
*podíly v ovládaných a řízených os.			2000	8000
*jiný DFM	0	0	0	1036
Oběžná aktiva	134891	155810	243540	119598
Zásoby	35822	0	7212	0
*nedokončená výroba	35822	0	7212	0
Dl. Pohledávky	8092	13954	0	0
*pohledávky z obchodních vztahů	8092	13954	0	0
Kr. pohledávky	90568	139884	235178	113809
*pohledávky z obchodních vztahů	75512	131631	219751	108749
*pohledávky za společníky	1357	2365	1937	
*stát - daňové pohled.	0	131	3125	3753
*krátkodobé poskytnuté zálohy	5397	5734	10110	915
*dohadné účty aktivní	0	23	141	92
*jiné pohledávky	8302	0	100	300
Kr. fin. majetek	409	1972	1150	5789
*peníze	272	308	189	1217
*účty v bankách	137	1664	961	4572
Časové rozlišení	206	132	614	365
*náklady příštích období	206	132	614	365
PASIVA CELKEM	135813	156435	251967	137155
Vlastní kapitál	1177	1775	3573	33925
ZK	1000	1000	1000	5000
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní fondy	196	196	225	226
*zákonný rezervní fond	196	196	225	226
HV minulých let	-507	-19	549	2347
*nerozdělený zisk M.O.	237	-19	549	2347
*neuhrazená ztráta min. let	-744	0	0	0
VH běžného období	488	598	1799	26352
Cizí zdroje	134565	154466	248334	103174
Rezervy	0	0	0	0
Dl. Závazky	58	35	49	49
*odložený daňový závazek	58	35	49	49
Kr. závazky	124061	138131	225385	90044
*závazky z obchodních vztahů	74842	123947	206 222	79455
*závazky ke společníkům	200	200	1500	200
*závazky k zaměstnancům	1065	1150	4582	6934

*závazky ze SP a ZP	665	586	789	1366
*stát - daňové závazky	3967	3967	3307	1965
*krátkodobé přijaté zálohy	36493	153	153	153
*dohadné účty pasivní	6096	7222	7345	992
*jiné závazky	812	827	1474	-1021
Bankovní úvěry a výpomoci	10446	16300	22900	13081
BÚ a fin. výp. Kr.	10446	16300	22900	13081
BÚ dlouhodobé	0	0	0	0
Časové rozlišení	71	194	60	56
*výdaje příštích období	71	194	60	56

PŘÍLOHA PIX: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI XYZ, A.S.

(v tis. Kč)	2006	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
Výkony	226386	260679	548660	391462
*Tržby za prodej vl. Výrobků a služeb	190564	296501	540438	397704
*Změna stavu zásob	35822	-35822	7212	-6242
*Aktivace	0	0	1010	0
Výkonová spotřeba	200960	235307	496136	311678
*spotřeba energie	23282	25710	52366	19843
*služby	168678	199597	443770	291935
Přidaná hodnota	25426	25372	52524	79785
Osobní náklady	19318	22387	36131	52082
*mzdové náklady	13097	15557	28379	43807
*odměny členům orgánů společnosti	1416	1085	612	612
*náklady na SP a ZP	4584	5439	6776	7320
*sociální náklady	221	306	364	34
Daně a poplatky	201	173	106	201
Odpisy DHM a DNM	573	223	567	1355
Tržby z prodeje DM a materiálu	98	8	254	2312
*z prodeje dlouhodobého majetku	98	8	0	2109
*z prodeje materiálu	0	0	254	203
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	14	0	0	1272
*z majetku	0	0	0	1272
*z materiálu	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a OP	-9113	0	14420	-1255
Ostatní provozní výnosy	1311	720	8616	3621
Ostatní provozní náklady	13915	1364	3563	4620
Provozní výsledek hospodaření	1927	1953	6607	27442
Výnosové úroky	58	36	178	60
Nákladové úroky	170	687	1369	1049
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	222	126	232	85
Finanční výsledek hospodaření	-334	-777	-1423	-1075
Daň z příjmů za běžnou činnost	1105	578	3385	15
*splatná	1108	602	3370	15
*odložená	3	24	15	0
Výsledek hospodaření za b.č.	488	598	1799	26353
Výsledek hospodaření za účetní období	488	598	1799	26353
Výsledek hospodaření před zdaněním	1593	1176	5183	26368