

;

# **Projekt hodnocení finanční výkonnosti podniku PAPCEL, a. s.**

Bc. Jana Bušinová

---

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: Bc. Jana BUŠINOVÁ

Osobní číslo: M08543

Studijní program: N 6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: Finance

Téma práce: Projekt hodnocení finanční výkonnosti podniku  
PAPCEL, a. s.

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické lineární rešerše zpracujte problematiku měření a hodnocení finanční výkonnosti podniku pomocí tradičních a moderních metod.

II. Praktická část

- Charakterizujte společnost PAPCEL, a. s. a analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro hodnocení finanční výkonnosti podniku.
- Zhodnoťte finanční výkonnost podniku pomocí tradičních měřítek.
- Vypracujte projekt hodnocení finanční výkonnosti společnosti PAPCEL, a. s. s využitím moderních měřítek.
- Identifikujte významné faktory ovlivňující finanční výkonnost podniku.
- Na základě předchozích analýz navrhněte systém měření finanční výkonnosti podniku.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

- [1]MARINIČ, P. Měření firemní výkonnosti. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2007. 208 s. ISBN 978-80-86730-24-0.  
[2]MAŘÍK, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.  
[3]NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání, Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.  
[4]PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: Linde nakladatelství s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.  
[5]YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. Eva and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation. New York:McGraw-Hill, 2001.ISBN 0-07-136439-0.

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

Ve Zlině dne 29. března 2010

  
doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
děkanka



  
doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitel ústavu

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

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

Ve Zlíně ..... 30. 4. 2010 .....

..... Jusi Nováková .....

*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 nahlédnutí 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 výtisky, 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, aťže-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). Odpirá-li autor takového díla učelit 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 oprávněným zájmem 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 přibližně k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.*

## **ABSTRAKT**

Cílem mé diplomové práce je na základě klasických a moderních přístupů zhodnotit finanční výkonnost společnosti PAPCEL, a. s. a navrhnout vhodný systém měření finanční výkonnosti. V první části práce jsou nastíněna teoretická východiska. Druhá část práce je věnována analýze a zhodnocení finanční výkonnosti pomocí tradičních měřítek a vypracování projektu hodnocení finanční výkonnosti s využitím moderních měřítek. Práci uzavírá identifikace generátorů hodnoty s návrhem vhodného systému měření finanční výkonnosti.

Klíčová slova: Výkonnost, finanční analýza, hodnota, ekonomická přidaná hodnota, vážené průměrné náklady kapitálu, CFROI, RONA.

## **ABSTRACT**

The aim of my diploma thesis is to evaluate financial performance rating of the joint stock company PAPCEL on the basis of traditional and modern conception and to suggest the suitable system of measuring financial performance rating. Theoretical principles are outlined in the first part of the thesis. The second part is pursued to analyse and performance rating with using traditional conceptions and to create the project of performance rating by means of modern gauges. The work results in the identification of generators value and suggestions of suitable system of measuring financial rating.

Keywords: Performance, Financial analysis, Value, Economic value added, Weighted Average Costs of Capital, CFROI, RONA.

Poděkování

Za odbornou konzultaci a odborné vedení v průběhu mé práce velmi děkuji Ing. Adrianě Knápkové, Ph.D.

Za poskytnuté studijní materiály děkuji finančnímu řediteli akciové společnosti PAPCEL – panu Ing. Radkovi Tamášovi, MBA.

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

Prohlašuji, že diplomovou práci jsem zpracovala samostatně a použitou literaturu jsem citovala.

Ve Zlíně 30. dubna 2010

.....

Bc. Jana Bušinová

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 VALUE BASED MANAGEMENT</b> .....	<b>13</b>
1.1 ČISTÁ SOUČASNÁ HODNOTA .....	13
1.2 VÝKONNOST PODNIKU A JEJÍ MĚŘENÍ .....	14
<b>2 KLASICKÉ UKAZATELE MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI</b> .....	<b>16</b>
2.1 UKAZATELE ZISKU .....	16
2.2 UKAZATELE CASH FLOW .....	17
2.3 UKAZATELE RENTABILITY .....	17
2.4 SLABÉ STRÁNKY KLASICKÝCH UKAZATELŮ .....	18
<b>3 MODERNÍ UKAZATELE MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI</b> .....	<b>19</b>
3.1 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA (ECONOMIC VAULE ADDED) - EVA.....	19
3.1.1 Základní složky EVA a jejich výpočet.....	19
3.1.1.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA) .....	20
3.1.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT).....	20
3.1.1.3 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) .....	20
3.1.2 Alternativní výpočet EVA.....	22
3.1.3 Účetní ekonomická přidaná hodnota.....	22
3.1.4 Relativní ukazatele EVA .....	23
3.1.4.1 Hodnotové rozpětí (value spread).....	23
3.1.4.2 Relativní EVA.....	23
3.1.4.3 Ukazatel EVA – ROS .....	24
3.1.5 Možné způsoby zvyšování ukazatele EVA.....	24
3.1.6 Využití ukazatele EVA .....	24
3.1.7 Výhody a nevýhody ukazatele EVA .....	26
3.2 RENTABILITA INVESTIC ZALOŽENÁ NA PENĚŽNÍCH TOCÍCH – (CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT) – CFROI .....	26
3.2.1 Podstata ukazatele CFROI .....	26
3.2.2 Základní složky ukazatele CFROI a jejich výpočet .....	27
3.2.2.1 Životnost podnikových aktiv .....	27
3.2.2.2 Brutto investiční báze – velikost podnikových aktiv.....	28
3.2.2.3 Neodepisovaná aktiva .....	29
3.2.2.4 Brutto cash flow .....	29
3.2.3 Interpretace výsledných hodnot ukazatele CFROI .....	30
3.2.4 Výhody a nevýhody ukazatele CFROI .....	30



3.3	TOTAL BUSINESS RETURN – TBR .....	31
3.4	PENĚŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA - (CASH VALUE ADDED) – CVA.....	31
3.5	EKONOMICKÝ ZISK - (ECONOMIC PROFIT) .....	32
3.6	CASH FLOW RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV - (CASH RETURN ON GROSS ASSESTS) – CROGA .....	32
3.7	TRŽNÍ PŘIDANÁ HODNOTA - (MARKET VALUE ADDED) – MVA.....	33
3.8	EXCESS RETURN.....	34
3.9	TOTAL SHAREHOLDER RETURN – TSR.....	35
3.10	PŘIDANÁ HODNOTA PRO AKCIONÁŘE – (SHAREHOLDER VALUE ADDED) - SVA.....	35
3.11	SHRNUTÍ TEORETICKÉ ZÁKLADNY .....	36
<b>II</b>	<b>ANALYTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>37</b>
<b>4</b>	<b>ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.....</b>	<b>38</b>
4.1	OBECNÝ PROFIL SPOLEČNOSTI.....	38
4.2	PŘEDMĚT ČINNOSTI .....	38
4.3	HLAVNÍ PRODEJNÍ OBLASTI .....	39
4.4	VÝVOJ POČTU ZAMĚSTNANCŮ .....	39
<b>5</b>	<b>ANALÝZA PROSTŘEDÍ PODNIKU .....</b>	<b>41</b>
5.1	SWOT ANALÝZA PODNIKU .....	41
5.2	PORTERŮV MODEL PĚTI SIL.....	42
5.2.1	Riziko vstupu potenciálních konkurentů.....	42
5.2.2	Rivalita mezi stávajícími konkurenty.....	42
5.2.3	Smluvní síla odběratelů.....	42
5.2.4	Smluvní síla dodavatelů .....	42
5.2.5	Hrozba substitučních výrobků.....	43
5.2.6	Strategie podniku na další období.....	43
<b>6</b>	<b>STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ.....</b>	<b>44</b>
<b>7</b>	<b>STÁVAJÍCÍ HODNOCENÍ A MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU PAPCEL, A. S.....</b>	<b>45</b>
<b>8</b>	<b>KLASICKÉ UKAZATELE FINANČNÍ VÝKONNOSTI .....</b>	<b>49</b>
8.1	UKAZATELE ZISKU .....	49
8.2	UKAZATELE CASH FLOW .....	50
8.3	UKAZATELE RENTABILITY .....	51
8.4	SHRNUTÍ KLASICKÝCH UKAZATELŮ A UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY .....	52
8.4.1	Porovnání vybraných poměrových ukazatelů společnosti PAPCEL, a. s. a odvětví v roce 2007 a 2008.....	52
8.4.2	Shrnutí finanční analýzy společnosti PAPCEL, a. s. ....	54
<b>9</b>	<b>MODERNÍ UKAZATELE HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU PAPCEL, A. S.....</b>	<b>57</b>
9.1	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU DLE UKAZATELE EVA .....	57
9.1.1	Vymezení NOA.....	57
9.1.2	Vymezení NOPAT .....	59
9.1.3	Výpočet WACC .....	60
9.1.4	Výpočet ekonomické přidané hodnoty.....	65

9.1.5	Výpočet účetní přidané hodnoty .....	65
9.1.6	Relativní ukazatele EVA .....	67
9.2	RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV – RONA .....	68
9.3	CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT – CFROI.....	70
9.3.1	Životnost aktiv .....	70
9.3.2	Brutto investiční báze.....	70
9.3.3	Brutto cash flow .....	73
9.3.4	Výpočet CFROI .....	74
9.3.5	Výpočet WACC pro CFROI a výpočet CFROI spreadu .....	74
9.4	CASH VALUE ADDED – CVA .....	76
9.5	CASH RETURN ON GROSS ASSETS – CROGA.....	76
9.5.1	Modifikace ukazatele CROGA na ukazatel CROIGA.....	78
<b>10</b>	<b>VYMEZENÍ GENERÁTORŮ HODNOTY.....</b>	<b>79</b>
10.1	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD EVA V ROCE 2006-2007 A 2007-2008 .....	79
10.2	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD CFROI V ROCE 2006-2007 A 2007-2008.....	82
10.3	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA UKAZATELE EVA .....	85
10.4	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA UKAZATELE CFROI .....	86
<b>11</b>	<b>ZHODNOCENÍ A NÁVRH SYSTÉMU MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI VE SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.....</b>	<b>88</b>
11.1	ZHODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.....	88
11.1.1	Vybrané klasické ukazatele.....	88
11.1.2	Vybrané moderní ukazatele.....	89
11.1.3	Porovnání klasických a moderních ukazatelů .....	90
11.2	NÁVRH SYSTÉMU MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI VE SPOLEČNOSTI PAPCEL ...	92
11.2.1	Návrh konkrétního systému .....	93
11.2.2	Přínosy a náklady zavedení nového systému měření finanční výkonnosti .....	101
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>102</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>103</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>106</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>111</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>112</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>115</b>

## ÚVOD

Současné poznatky z managementu ukazují, že požadavky na řízení společností v dnešní době neustále vzrůstají. Vlastníci společností tlačí na zvyšování výkonu, naopak vysoká konkurence na trhu nutí společnosti maximálně vyhovět zákazníkům. Pružné klíčové procesy a vhodný systém řízení založený na sledování klíčových, jak finančních tak i nefinančních, ukazatelů výkonnosti se stává nutnou a nezbytnou podmínkou úspěchu. Velmi často ale chybí povědomí o vazbě procesů na strategické cíle a existuje odlišný pohled na procesy na různých úrovních řízení. S tím souvisí i do popředí se dostávající Value Based Management.

V této diplomové práci se zabývám hodnocením finanční výkonnosti nejen v obecné rovině, ale zejména analýzou a hodnocením finanční výkonnosti v konkrétní společnosti PAPCEL, a. s., a to jak pomocí tradičních tak i moderních měřítek finanční výkonnosti. Ve společnosti PAPCEL, a. s. pracuji na pozici manažera prodeje pro teritorium střední a jihovýchodní Evropy. Z tohoto důvodu jsem si ji vybrala pro svou práci.

Práce je rozdělena na teoretickou, analytickou a projektovou část, z nichž každá je rozdělena do několika kapitol.

První kapitola je věnována pojmu Value Based Management a jejímu umístění v podnikovém finančním rozhodování. Seznámí nás zejména s čistou současnou hodnotou a její důležitostí z hlediska rozhodování o investicích. Dále popisuje výkonnost podniku a jeho možné měření.

Druhá kapitola se zabývá tradičními ukazateli hodnocení finanční výkonnosti jako ukazateli zisku, cash flow a rentability. Zmiňuji se také o využití finanční analýzy a jejích slabých stránkách a hodnotím klasické ukazatele.

Třetí kapitola je věnována detailnímu představení a zhodnocení moderních ukazatelů měření finanční výkonnosti. Rozebírám zde zejména ekonomickou přidanou hodnotu, rentabilitu investic založených na peněžních tocích, peněžní přidanou hodnotu, tržní přidanou hodnotu a přidanou hodnotu pro akcionáře.

Ve čtvrté kapitole je shrnuta teoretická základna, na jejímž základě jsem vybrala vhodné ukazatele pro měření a zhodnocení výkonnosti konkrétní akciové společnosti.

Podnik PAPCEL, a. s. představuji v páté kapitole této práce. Popisuji zde obecný profil této společnosti, její předmět činnosti, hlavní prodejní oblasti, vývoj počtu zaměstnanců a způsob oceňování majetku.

V šesté kapitole analyzuji prostředí podniku. Zabývám se SWOT analýzou a Porterovým konkurenčním modelem pěti sil.

V sedmé kapitole stručně charakterizuji odvětví, které je v této práci použito pro srovnání s vypočtenými hodnotami analyzované společnosti.

Osmá kapitola popisuje stávající systém měření a hodnocení finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s. Představuji zde klíčové ukazatele stanovené danou společností a jejich plánování s návazností na firemní strategii.

Devátá a desátá kapitola prezentuje zvolené téma – hodnocení finanční výkonnosti podniku PAPCEL, a. s. v letech 2003 – 2008. Podrobně zde analyzuji finanční situaci společnosti s využitím metod finanční analýzy jako tradičních ukazatelů a následně je zpracován projekt hodnocení finanční výkonnosti s využitím jednotlivých moderních ukazatelů jako ekonomické přidané hodnoty, rentability čistých aktiv, rentabilitě aktiv založené na peněžních tocích, peněžní přidané hodnotě, ukazatelích CROGA a CROIGA. Provádím meziroční srovnání výsledných hodnot těchto ukazatelů s popisem změn a jejich příčin.

V jedenácté kapitole jsou určeny generátory hodnoty ukazatelů EVA a CFROI pomocí pyramidového rozkladu a citlivostní analýzy.

Dvanáctá kapitola je věnována hodnocení celkové finanční výkonnosti společnosti PAPCEL, a. s. na základě srovnání vypočtených hodnot tradičních a moderních ukazatelů. Navrhují nový systém měření a hodnocení finanční výkonnosti, kde jsem jako hlavního vrcholového ukazatele zvolila EVU s jejím propojením do strategického řízení pomocí metody Balanced Scorecard. Spojení finančních a nefinančních ukazatelů jsem zobrazila pomocí strategické mapy. Rozebírám zde přínosy a náklady a zdůvodňuji vybraný systém měření a hodnocení finanční výkonnosti spolu s konkrétním propočtem budoucí hodnoty EVA.

Diplomovou práci uzavírám závěrem, kde shrnuji celkové poznatky z práce a uvádím metodologii řešení této práce.

# **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 VALUE BASED MANAGEMENT

Cílem hodnotově orientovaného řízení (Value Based Management, VBM) je sjednocení cílů, strategií a způsobů rozhodování managementu ve shodě se zájmy akcionářů. Trendy finančního managementu v současnosti směřují k užšímu provázání finanční výkonnosti podniku s tvorbou hodnoty pro akcionáře. Základním kritériem pro volbu celofiremní povahy je Shareholder Value neboli hodnota pro akcionáře.

Neuamaierová a Neumaier [14] uvádí, že hodnotová měřítka jsou v podstatě ukazatele vykazující silnou korelaci s vývojem na kapitálovém trhu, který při stanovení současné a budoucí hodnoty výkonnosti společnosti nutí respektovat časovou hodnotu peněz a podstupované riziko.

Podle Mariniče [10] je kladen důraz především na tržní přidanou hodnotu (MVA) a ekonomickou přidanou hodnotu (EVA), které generují hodnotu vytvořenou pro akcionáře tím, že zisk nebo peněžní toky jsou poměřovány k celkovým vynaloženým nákladům na kapitál.

Teorie řízení hodnoty – Stakeholder Value vznikla v 80. letech v USA. Američtí profesori Fruhan, 1979, a Rappaport, 1986, vyvinuli první formulace teorie řízení hodnoty, které byly rychle přeneseny z poradenství do firemní praxe. V Evropě byl vývoj teorie řízení hodnoty zaznamenán přibližně s pětiletým zpožděním. [14]

### 1.1 Čistá současná hodnota

Za základní měřítko výkonnosti podniku a tím i související konkurenceschopnosti je považována čistá současná hodnota. Pokud je čistá současná hodnota kladná, svědčí to o dostatečné výkonnosti firmy. Čistá současná hodnota se používá i pro hodnocení jakékoliv investice a její efektivity. Čím vyšší kladnou čistou současnou hodnotu podnik vyprodukuje, tím je výkonnější, tzn. že maximalizaci výkonnosti podniku podnik dosáhne maximalizací čisté současné hodnoty, která představuje očekávanou hodnotu budoucích peněžních toků přepočítanou na jejich čistou současnou hodnotu. Hodnotu podniku můžeme tedy chápat jako současnou hodnotu budoucích očekávaných příjmů.

Čistou současnou hodnotu vypočítáme podle vztahu:

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

*Kde:*

*NPV ( Net Present Value) = čistá současná hodnota*

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

*I (Investment) = výše investice*

Neuamaierová a Neumaier [14], Pavelková a Knápková [18] se shodují na tom, že diskontování peněžních toků v sobě odráží úvahy o riziku a časové hodnotě peněz a že tyto úvahy úzce souvisí s dvěma základními principy teorie financí.

1. Koruna držená dnes má větší hodnotu než koruna obdržená zítra.
2. Bezpečná koruna má větší hodnotu než riziková koruna.

Pro diskontování peněžních toků platí:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{P_t}{(1+i)^t} \quad (2)$$

*Kde:*

*P<sub>t</sub> = peněžní toky v jednotlivých letech*

*t = jednotlivé roky*

*n = počet let celkem*

*i = úroková (diskontní) míra*

## 1.2 Výkonnost podniku a její měření

Na podnikovou výkonnost můžeme nahlížet z několika hledisek. Záleží především na tom, zda hodnotí výkonnost podniku vlastníci, manažeři či zákazníci firmy. Obecně lze za výkonnou firmu považovat tu, která vykazuje dobré hospodářské výsledky.

Vlastníci hodnotí výkonnost podniku na základě zhodnocení jimi vloženého kapitálu, manažeři hodnotí výkonnost podle prosperity a zákazníci vnímají výkonnost podniku podle schopnosti předvídat a plnit jejich potřeby v momentě jejich vzniku, v co nejkratším možném termínu, v odpovídající kvalitě a ceně. [23]

Měření podnikové výkonnosti patří mezi základní nástroje finančního managementu. V současné době se využívají dva přístupy k měření finanční výkonnosti a to:

- 1) tradiční ukazatele – ukazatele zisku, rentability a cash flow

2) moderní ukazatele – EVA, MVA, CFROI, GROGA, Shareholder Value apod.

Používání ukazatelů podléhalo v uplynulém období určitým trendům, které měly významný vliv na jejich použití v praxi a jejich používáním se tyto ukazatele staly všeobecně uznávanými srovnávacími měřítky firemní výkonnosti. Nástin vývoje jednotlivých ukazatelů na naznačen v Tab. 1.

*Tab. 1 “Posun paradigmatu u ukazatelů při měření výkonnosti společností“ [23]*

Epocha			
1920	1970	1980	1990
Du-Pontův pyramidový rozklad	Výnosnost na akcii (EPS)	Poměr tržní ku účetní hodnotě (M/B Ratio)	Ekonomická přidaná hodnota (EVA)
Návratnost investic (ROI)	Ukazatel mající za základ poměr cena/vlastní jmění	Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	Zisková marže (Gross margin)
		Rentabilita čistých aktiv (RONA)	Hodnota přidaná trhem (MVA)
		Cash - flow (CF)	Balance Scorecard (BSC)
			Rentabilita investic z toku hotovosti (CFROI)
			Celkové příjmy vlastníků (TSR)



## 2 KLASICKÉ UKAZATELE MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI

Klasické ukazatele finanční výkonnosti vycházejí zejména z maximalizace zisku a opírají se o ukazatele finanční analýzy. Mezi základní používané ukazatele patří zisk, cash flow a rentabilita.

### 2.1 Ukazatele zisku

Zisk představuje hlavní motiv a cíl většiny podnikatelů, kteří se snaží o co největší maximalizaci zisku. Synek [22] říká, že „zisk je kritériem pro rozhodování o všech základních otázkách ekonomiky podniku, je hlavním zdrojem akumulace, tj. tvorby finančních zdrojů pro další rozvoj podniku, je základem rozdělování důchodů mezi vlastníky, investory a stát, je základním motivem veškerého podnikání a může být základem hmotné zainteresovanosti pracovníků.“

Podle Pavelkové a Knápkové [18] patří zisk mezi jednu z nejpoužívanějších měřítek výkonnosti podniku a můžeme ho dělit následujícími způsoby:

**Čistý zisk – EAT (Earnings After Taxes)** - Tento zisk je určen k rozdělení mezi vlastníky a proto je z jejich pohledu nejdůležitější kategorie zisku.

**Zisk před zdaněním – EBT (Earnings Before Taxes)** - Tato kategorie zisku je vhodná pro mezipodnikové srovnávání v různých zemích a obdobích, protože není ovlivněna míra zdanění. Tento zisk zahrnuje jak daň z příjmů z běžné činnosti, tak i daň z příjmů z mimořádné činnosti.

**Zisk před úroky zdaněním – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)** - Jedná se o ukazatel měřící pouze provozní výkonnost a je vhodný zejména na úrovni divizí, kde je sledováno především řízení nákladů a růst tržeb.

**Zisk před úroky, zdaněním a odpisy – EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes and Amortization)** - EBITDA je vhodná pro měření výkonnosti především proto, že není ovlivněna odpisovou politikou podniků. Velmi často je využívána americkými společnostmi.

## 2.2 Ukazatele cash flow

**Celkové cash flow** - Celkové cash flow zahrnuje jak cash flow z provozní činnosti, tak cash flow z investiční a finanční činnosti.

**Provozní cash flow** - Provozní cash flow se vztahuje pouze k provozní činnosti podniku.

**Volné cash flow** - Volné cash flow se využívá především při oceňování podniku a určuje, kolik peněz je možné z podniku vzít, tak aby nebyl narušen jeho vývoj. Jeden z možných způsobů výpočtu volného cash flow vyjadřuje následující schéma podle Maříka [12]:

*Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi*  
 - *Upravená daň z příjmu*  
 = *Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních*  
 + *Odpisy*  
 + *Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období*  
 = *Předběžný peněžní tok z provozu*  
 - *Investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu*  
 - *Investice do pořízení dlouhodobého provozně nutného majetku*  
 = *Volný peněžní tok (FCF)*

## 2.3 Ukazatele rentability

Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, tedy dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Analýza rentability zajímá především investory, protože se zaměřuje na výnosnost (ziskovost). [4]

**Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales)** - Ukazatel ziskového rozpětí (ziskové marže) vyjadřuje, jak je podnik ziskový ve vztahu k tržbám, a vypovídá o schopnosti podniku dosáhnout zisku při určitém objemu tržeb. Počítá se zde, kolik zisku podnik vyprodukoval na 1 Kč tržeb. Důležité je porovnání ve vývojové řadě. [17, 19]

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} \quad (3)$$

**Rentabilita aktiv – ROA (Return on Assets)** - Rentabilita celkového kapitálu je vyjádřena vztahem zisku před úroky a zdaněním k celkovým aktivům (pasivům) podniku a slouží k porovnání výnosnosti podniku s různou zadlužeností.

$$RCK (ROA) = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (4)$$

**Rentabilita vlastního kapitálu– ROE (Return on Equity)** - Poměrem čistého zisku a vlastního jmění získáme informace o výnosnosti kapitálu, který akcionáři vložili do podniku. Rentabilita vlastního kapitálu by měla být vyšší než míra výnosu bezbariérové alokace kapitálu na finančním trhu. V případě nižších hodnot než je hodnota cenných papírů garantovaných státem, je podnik odsouzen k zániku. [4]

$$RVK (ROE) = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (5)$$

**Rentabilita investovaného kapitálu– ROI (Return on Investment)** - Dle tohoto ukazatele můžeme měřit výnosnost dlouhodobého kapitálu vloženého do podniku.

**Rentabilita úplatného kapitálu** - Rentabilita úplatného kapitálu vypovídá o tom, jak efektivně podnik využívá cizí úročný kapitál.

$$RÚK = \frac{EBIT}{VK + \text{cizí zdroje}} \quad (6)$$

**Zisk na akcii – EPS (Earnings per share)** - Ukazatel zisku na akcii vyjadřuje výši čistého zisku na jednu akcii podniku. Zvyšovat tento ukazatel lze růstem zadluženosti nebo zvýšením zisku se stejným objemem vlastního kapitálu. Snaha o maximalizaci hodnoty tohoto ukazatele však může vést k účetním podvodům. [18]

## 2.4 Slabé stránky klasických ukazatelů

Hlavním zdrojem výpočtu klasických ukazatelů hodnocení finanční výkonnosti jsou účetní výkazy které, pokud nejsou upraveny jejich jednotlivé položky, mohou mít špatnou vypovídající schopnost odrážení účetní nikoli ekonomické údaje. Výsledek hospodaření může být ovlivněn oceňováním majetku, tvorbou rezerv, opravných položek a způsobem odpisování majetku. Dalším omezením při výpočtu klasických ukazatelů je problém využívání historických cen a majetku, který neslouží k hlavní činnosti podniku. Klasické ukazatele neberou v úvahu riziko vyplývající z používání cizího kapitálu, náklady obětované příležitosti, které by měli být porovnány s hodnotami ukazatelů rentability a nezabývají se časovou hodnotou peněz a vlivem inflace. [18]

### 3 MODERNÍ UKAZATELE MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI

Zmíněná omezení klasických ukazatelů řeší metody moderních ukazatelů hodnocení finanční výkonnosti, které vycházejí z ekonomického zisku, jako hlavního měřítka výkonnosti nebo z cash flow podniku. Účetní výkazy jsou upraveny tak, aby odrážely ekonomickou realitu a nedocházelo ke zkresleným údajům v důsledku přijaté účetní politiky podniku. Moderní ukazatele berou v úvahu riziko, pracují s náklady kapitálu a některé se zabývají vlivem inflace.

#### 3.1 Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added) - EVA

Ekonomická přidaná hodnota patří mezi jeden z neznámějších a nejpoužívanějších měřítek výkonnosti podniku. Ukazatele EVA zavedla v roce 1991 společnost Stern Stewart & Co. jako hodnotově orientované měření výkonnosti a dnes je EVA registrovanou známkou.

Hlavní podstatou tohoto ukazatele je, že je založen na ekonomickém zisku, který respektuje veškeré náklady na vynaložený kapitál, tedy jak náklady na cizí kapitál, tak i náklady na vlastní kapitál, čímž se v podstatě liší od tradičních ukazatelů měření výkonnosti. [23]

Dodd & Chen [3] řadí reziduální zisk mezi účetní míry výkonu, který se objevil v účetní teorii již počátkem 20. století. Dle Maříka, Maříkové [13] se tento koncept dlouhodobě uplatňuje při oceňování podniků, kde tvoří základ metody mimořádných zisků a byl také využíván v teorii plánování za minulého režimu.

Ukazatel EVA je dán tímto základním vztahem:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC \quad (7)$$

*Kde:*

*NOPAT = Zisk z operační činnosti podniku po dani*

*Capital = Kapitál vázaný v aktivech sloužící k operační činnosti podniku*

*WACC = vážené průměrné náklady kapitálu*

##### 3.1.1 Základní složky EVA a jejich výpočet

Při výpočtu EVA je nezbytné vyčíslit tyto položky:

- Výsledek hospodaření – NOPAT
- Operativní aktiva – NOA

➤ Průměrné vážené náklady kapitálu - WACC

Jeden z nejobtížnějších úkolů při výpočtu EVA je úprava účetních výkazů, tj. rozvahy a výkazu zisků a ztráty, tak aby odrážely ekonomickou realitu podniku. Firma Stern Stewart & Co. doporučuje 164 úprav, z nichž se však v praxi používá pouze několik a to zjednodušených, protože doporučené úpravy jsou obchodním tajemstvím. Pavelková a Knápková [18] pokládají za důležité, aby si každý podnik na základě své činnosti a metodách účtování stanovil sadu konkrétních úprav. Tyto úpravy by se neměly měnit v horizontu cca tří let.

Mařík a Maříková [13] rozdělují úpravy, které mají nejdůležitější význam do čtyř kroků:

1. Konverze na operační aktiva
2. Konverze finančních zdrojů
3. Konverze daňová
4. Konverze akcionářská

Cílem těchto úprav je zejména dosažení ekonomického zisku na základě ekonomického modelu řízení podniku.

### **3.1.1.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)**

Při vymezení čistých operativních aktiv vycházíme z rozvahy. Hlavním úkolem je z aktiv vydělit neoperativní aktiva, aktivovat položky, které v aktivech vykazovány nejsou a aktiva snížit o neúročený cizí kapitál. Postup pro vymezení čistých operativních aktiv je uveden v příloze P VII.

### **3.1.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)**

Při výpočtu NOPAT upravujeme výkaz zisků a ztráty. Činnosti a jim odpovídající aktiva, které jsme zařadily do NOA, musí být také zařazeny do NOPAT ve formě nákladů a výnosů. Vycházíme z výsledku hospodaření z běžné činnosti a nebo z provozního výsledku hospodaření. Bližší informace k vymezení NOPAT jsou v příloze P VIII.

### **3.1.1.3 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)**

Každý druh kapitálu má své náklady, které podnikatel musí za použití tohoto kapitálu nést. Jejich vážený průměr potom představuje průměrné náklady kapitálu. Pavelková [17] a

Marinič [10] definují náklady kapitálu jako minimální výnos pro investora z jeho vložených prostředků, který musí investice dosáhnout, tak aby neklesala tržní hodnota podniku a dále uvádí využití průměrných nákladů kapitálu při:

- stanovení diskontní sazby při hodnocení efektivnosti investičních projektů,
- v podobě mezních průměrných nákladů pro stanovení optimální výše celkových výdajů podniku,
- při oceňování podniku.

Vážené průměrné náklady kapitálu vypočítáme podle vztahu:

$$WACC = N_{VK} * \frac{VK}{C} + N_{CK} * \frac{VK}{C} \quad (8)$$

*Kde:*

*WACC = vážené průměrné náklady kapitálu*

*N<sub>VK</sub> = náklady na vlastní kapitál*

*N<sub>CK</sub> = náklady na cizí kapitál*

*VK = vlastní kapitál*

*CK = explicitně úročený cizí kapitál*

*C = celkový kapitál (VK+CK)*

Mařík a Maříková [13] uvádí následující kroky pro výpočet WACC:

- určíme váhy jednotlivých složek kapitálu,
- určíme náklady na cizí kapitál,
- určíme náklady na vlastní kapitál
- vypočítáme WACC.

### ***Náklady na cizí kapitál***

Marinič [10], Pavelková a Knápková [18] shodně uvádějí, že náklady na cizí kapitál představují úroky, které musí podnik platit za použití a získání tohoto kapitálu. Na rozdíl od nákladů na vlastní kapitál jsou však kráceny o daňový štít, čímž se stávají pro podnik levnější. Nákladové úroky jsou většinou dohodnuty smluvně v úvěrových smlouvách. Podle Maříka a Maříkové [13] by však bylo přesnější stanovení úrokových nákladů na

základě tržních údajů, tedy údajů z kapitálového trhu o výnosnosti dluhopisů se stejnou bonitou jakou má podnik.

### ***Náklady na vlastní kapitál***

Autoři se také shodují, že náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Jsou tedy odvozovány od dividend či podílů na zisku podle právní formy společnosti. Jak jsem již uvedla, u nákladů vlastního kapitálu nepůsobí daňový štít, je tedy pro podnik dražší než cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál můžeme chápat také jako náklad obětované příležitosti, tedy jako výnos investora, který by mohl dosáhnout při jiné investici se stejným rizikem.

Náklady vlastního a cizího kapitálu můžeme vypočítat pomocí různých metod, které jsou popsány v příloze P VIII.

### **3.1.2 Alternativní výpočet EVA**

Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme vypočítat i podle následujícího vztahu:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (9)$$

*Kde:*

*EVA* = ekonomická přidaná hodnota

*RONA* = rentabilita čistých operativních aktiv

*WACC* = vážené průměrné náklady kapitálu

*C* = kapitál vázaný v aktivech (NOA)

Rentabilita čistých operativních aktiv je dána vztahem:

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

Ukazatel EVA je ukazatelem absolutním, tedy ovlivňovaný velikostí podniku. Ukazatel by měl nabývat kladných hodnot. V tomto případě roste hodnota podniku a zároveň dochází ke zvyšování hodnoty pro vlastníky podniku. Pokud je EVA záporná, svědčí to o situaci, že podnik svou činností nezvyšuje hodnotu pro své vlastníky a hodnota podniku klesá.

### **3.1.3 Účetní ekonomická přidaná hodnota**

Na rozdíl od ekonomické přidané hodnoty, která vychází z ekonomického pohledu na podnik a bere v úvahu veškeré náklady kapitálu, účetní ekonomická přidaná hodnota vychází z účetních dat, tedy z dat neupravených účetních výkazů. Tento model využívá pro

analýzy ministerstvo průmyslu a obchodu dle stanovené metodiky a podle následujícího vztahu:

$$EVA = \check{C}Z - r_e * VK \quad (11)$$

*Kde:*

$\check{C}Z$  = čistý zisk

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu

$VK$  = vlastní kapitál

Výpočet ukazatele EVA podle tohoto vztahu však není přesný a proto by se měl využívat jen v případě, kdy nejsou dostupná data pro úpravy účetních výkazů.

### 3.1.4 Relativní ukazatele EVA

Mařík [11] říká, že pro mezipodnikové srovnávání je vhodné využít relativní ukazatele EVA, které jsou vyjádřeny procentuálně na rozdíl od klasického ukazatele EVA, vyjádřeného v absolutních hodnotách. Mezi relativní ukazatele EVA patří:

#### 3.1.4.1 Hodnotové rozpětí (value spread)

Hodnotové rozpětí neboli tzv. spread se vypočte jako rozdíl mezi rentabilitou čistých operativních aktiv a váženými průměrnými náklady kapitálu.

$$\begin{aligned} \text{Hodnotové rozpětí} &= \frac{EVA}{NOA} & (12) \\ &= RONA - WACC \end{aligned}$$

Tento ukazatel je upraven o riziko, proto podle něho lze srovnávat podniky s rozdílnou velikostí, kapitálovým vybavením, kapitálovou strukturou a rizikovostí. V případě podniků, které se vyznačují velkým podílem zdrojů tvořící lidský kapitál, však není tento ukazatel příliš vhodný, protože lidské zdroje nejsou obsaženy v NOA a tím dochází ke snižování nákladů kapitálu. Pro tyto podniky Mařík a Maříková [13] doporučují používat ukazatele tzv. relativní EVA.

#### 3.1.4.2 Relativní EVA

Ukazatel relativní EVA je vyvinut podle London Business School a na rozdíl od hodnotového rozpětí udává, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty v podniku.



$$\text{Relativní EVA} = \frac{EVA}{\text{Osobní náklady} + WACC * NOA} \quad (13)$$

### 3.1.4.3 Ukazatel EVA – ROS

Dle tohoto ukazatele se EVA vztahuje k tržbám neboli dosaženému obratu a jeho hlavní výhoda v porovnání s klasickými ukazateli rentability je v tom, že vychází z provozního výsledku hospodaření (NOPAT) a proto výsledná zisková marže má lepší vypovídající schopnost než klasická rentabilita tržeb.

$$EVA \text{ ROS} = \frac{EVA}{TRŽBY} \quad (14)$$

### 3.1.5 Možné způsoby zvyšování ukazatele EVA

Jak již bylo řečeno, EVA by měla nabývat kladných hodnot, aby zvyšovala hodnotu pro své akcionáře. Šulák a Vacík [23] uvádí různé způsoby, jak lze zvyšovat ukazatel EVA, které můžeme rozdělit podle charakteru na:

- provozní - na provozní úrovni můžeme zvýšit EVA zvyšováním produktivity, růstem ziskovosti neboli růstem výnosů či poklesem nákladů
- finanční - finanční úroveň je ovlivňována náklady kapitálu a zvýšit EVA můžeme optimalizací kapitálové struktury
- strategické - strategická úroveň je dána investováním do takových projektů, které vedou ke zvyšování hodnoty a tím i ukazatele EVA. Je vhodné použít, v první kapitole této práce zmíněnou, čistou současnou hodnotu ke zhodnocení investičních projektů a přijímat pouze takové projekty, kde NPV je kladná.

### 3.1.6 Využití ukazatele EVA

Kislingerová [6] vidí možné využití ukazatele EVA zejména pro měření firemní výkonnosti, protože konstrukce tohoto ukazatele v sobě zahrnuje velmi důležité momenty fungování každé akciové společnosti jako:

- nastavení zdrojové, resp. kapitálové struktury podniku,
- náklady podniku spojené s poskytnutým kapitálem (akciovým i věřitelským),
- efektivní alokace vytvořených zdrojů.

Podle Šuláka a Vacíka [23] lze také ukazatel EVA využít i pro jiné účely než jen jako měřítko výkonnosti podniku a to především jako:

- základ integrovaného systému finančního řízení v podniku

Ukazatel EVA může být využit nejen jako zjišťování absolutní hodnoty, ale i pro srovnávání v časové řadě. Měl by být propojen pomocí nástroje EVA Drivers s klíčovými strategickými cíli a provozními kritérii.

- nástroj zainteresovanosti managementu

Ukazatel EVA můžeme být v podniku využíván jako nástroj pro odměňování managementu či dalších zaměstnanců, pomocí něhož lze sjednotit zájmy vlastníků s cíly a zájmy managementu. Toho lze dosáhnout odměňováním manažera (zaměstnance) na základě zvyšování ekonomické přidané hodnoty, tedy hodnoty pro vlastníka. Pavelková a Knápková [18] uvádějí různé modely pro odměňování, které se využívají v praxi:

- a) tradiční bonusový model – vychází z odměňování na základě stanovené maximální hodnoty bonusu, která může být vyplacena v případě dosažení plánované výkonnosti v daném roce (např. dosažení plánovaných tržeb apod.)
- b) původní EVA bonusový systém – verze X – v případě tohoto modelu je vypláceno fixní procento z dosažené hodnoty EVA
- c) původní EVA bonusový systém – verze XY – tento model se od verze X liší v tom, že bere v úvahu jak absolutní hodnoty EVA, tak i dosažené přírůstky EVA, tzn. meziroční zlepšení EVA
- d) moderní verze bonusového systému EVA – tento model vychází z hodnoty EVA, která byla vytvořena navíc oproti plánovanému zlepšení EVA.

- nástroj investičního rozhodování

Investiční kalkulace na základě EVA i diskontovaného cash flow, neboli čisté současné hodnoty, vede ke stejným výsledkům, ale v případě podniků, které jsou řízeny na základě konceptu EVA, je využití EVA pro investiční rozhodování vhodnějším řešením.

- nástroj pro ocenění podniku a akvizic

Mařík [11, 12] vyzdvihuje ukazatel EVA také jako vhodný nástroj pro stanovení hodnoty podniku.

### 3.1.7 Výhody a nevýhody ukazatele EVA

Ukazatel EVA jako jeden z nejpoužívanějších moderních ukazatelů měření finanční výkonnosti podniku. Zastánci ukazatele EVA jej vyzdvihují především pro jeho jednoduchost a širší využitelnost v porovnání s ostatními ukazateli a také proto, že je podobný kategorii čisté současné hodnoty. Upozorňují však na některé nevýhody, zejména na nutnost úprav účetních výkazů, problematické vyčíslení nákladů na vlastní kapitál z důvodu možnosti použití různých druhů modelů, z nichž žádný nedává jednoznačný výsledek. Dalším nedostatkem ukazatele EVA je, že nezohledňuje inflaci.

## 3.2 Rentabilita Investic založená na peněžních tocích – (Cash Flow Return on Investment) – CFROI

### 3.2.1 Podstata ukazatele CFROI

Ukazatel CFROI byl vytvořen americkou společností HOLT Value Associates, kterou převzala společnost Boston Consulting Group a podle Maříka a Maříkové [13] představuje komplexnější model měření výkonnosti na rozdíl od ukazatelů založených na principu reziduálních zisků, jako např. EVA. Jde v podstatě o ukazatel dynamicky pojaté výnosnosti pro celý podnik, jehož základem je vnitřní výnosová míra. Jeho hlavní předností je, že pracuje s veličinami v reálné hodnotě, tedy očištěnými o inflaci a zaměřuje se na peněžní toky jako míru ekonomické výkonnosti.

Ukazatel CFROI se dle Maříka a Maříkové [13] stanoví podle vztahu založeného na určení úrokové míry, která by vyhovovala rovnici:

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CF ROI)^t} + \frac{Neodepisovaná aktiva}{(1+CF ROI)^n} \quad (15)$$

*Kde:*

*BIB* = brutto investiční báze

*BCF* = brutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci

*n* = doba ekonomické životnosti

*t* = jednotlivé roky budoucího období *n*

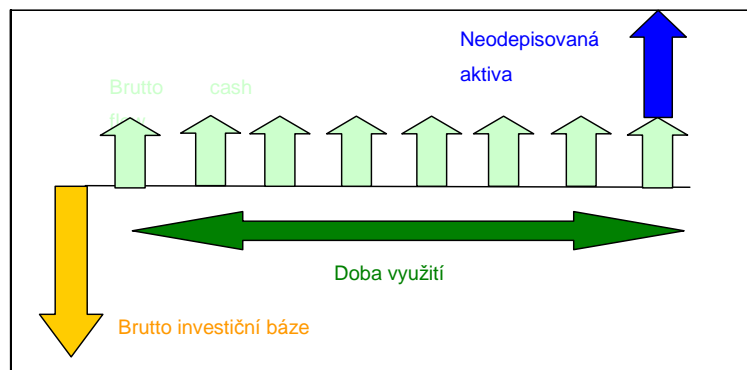
*CF ROI* = cash flow return on investment

Šulák a Vacík [23] z uvedené rovnice vyvozují, že ukazatel CFROI:

- převádí účetní zisk na hrubý peněžní zisk,

- pracuje s celkovými penězi v jejich současné hodnotě investovanými do společnosti,
- bere v úvahu životnost aktiva, tj. dobu, po kterou aktivum přináší peněžní zisk,
- je založen na principu diskontovaných očekávaných peněžních toků,
- je mírou ekonomické výnosnosti.

Podstata ukazatele CFROI a jeho schematický výpočet je znázorněn na obrázku 1.



Obr. 1 „Podstata ukazatele CFROI“ [12]

### 3.2.2 Základní složky ukazatele CFROI a jejich výpočet

Podobně jako u ukazatele EVA vycházíme z účetních výkazů, které však musíme upravit, tak abychom účetní data převedli na data ekonomická, která lze využít pro výpočet jednotlivých složek CFROI.

Mezi veličiny, které potřebujeme znát, patří:

- životnost podnikových aktiv,
- hodnota podnikových aktiv (Brutto investiční báze)
- neodepisovaná aktiva
- projektované peněžní toky

#### 3.2.2.1 Životnost podnikových aktiv

Životnost aktiv představuje průměrnou dobu ekonomické životnosti ( $n$ ) dlouhodobých aktiv a spočítáme ji jako podíl odepisovaných aktiv v brutto hodnotě a ročních odpisů dlouhodobého majetku.

$$n = \frac{\text{Odepisovaná aktiva brutto}}{\text{Odpisy dlouhodobého majetku}} \quad (16)$$

Odepisovaná aktiva brutto získáme, když od dlouhodobého hmotného majetku v brutto hodnotě odečteme hodnotu pozemků a hodnotu nedokončeného dlouhodobého majetku a přičteme dlouhodobý nehmotný majetek opět v brutto hodnotě. Odpisy týkající se odepisovaných aktiv získáme z výkazu zisků a ztráty. Madden [8] upozorňuje na to, že pokud by nehmotná aktiva obsahovala položku goodwillu, museli bychom pro účel výpočtu doby ekonomické životnosti goodwill z odpisů vyloučit.

### 3.2.2.2 Brutto investiční báze – velikost podnikových aktiv

Brutto investiční báze se skládá ze dvou složek:

- 1) Odepisovaná aktiva vyjádřená v současných cenách
- 2) Neodepisovaná aktiva vyjádřená v současných cenách

Odepisovaná aktiva musíme stejně jako při výpočtu NOA u ukazatele EVA upravit o některé položky jako majetek pořízený na leasing, neoperativní aktiva, nehmotná aktiva a nedokončené investice. Dalším důležitým krokem je úprava odepisovaných aktiv o inflaci, tedy vyjádření v současné kupní síle měny. Jelikož jsou aktiva v rozvaze uváděna v historických cenách, musíme tato aktiva přepočítat cenovým koeficientem. Nejjednodušší způsob přepočtu je, pokud známe údaje o době pořízení jednotlivých aktiv a deflátor HDP pro jednotlivé roky.

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek počítáme odděleně od ostatních odepisovaných aktiv, protože představuje nové investice vyjádřené v aktuálních cenách a proto se nemusí přepočítávat cenovým koeficientem. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek jsme již vyřadili při výpočtu doby životnosti, nyní ho však musíme do odepisovaných aktiv vrátit, protože po zařazení do provozu půjde o odepisovaná aktiva.

Pokud podnik hospodaří s majetkem pořízeným na leasing, ať už finanční či operativní, musíme ho započítat do odepisovaných aktiv v jeho brutto hodnotě, kterou získáme diskontováním předpokládaných leasingových plateb reálnou diskontní mírou stejně jako u ukazatele EVA. [23]

Hlavní položkou nehmotných aktiv, kterou musíme sledovat v případě výpočtu CFROI je goodwill. Zde však dochází k otázce, zda goodwill zahrnovat do brutto investiční báze či

nikoliv. Podle Maříka a Maříkové [13] by měl být goodwill do brutto investiční báze zařazen v případě, že podnik byl již dříve koupen a tím bylo za goodwill již zapláceno. Zároveň také goodwill zařazujeme, pokud sledujeme výnosnost akvizice. Naopak pokud sledujeme pouze efektivnost podnikání, goodwill do odepisovaných aktiv nezařazujeme.

### 3.2.2.3 Neodepisovaná aktiva

Neodepisovaný majetek, jak již bylo uvedeno, je součástí brutto investiční báze. Protože však jeho hodnota je uvolněná až na konci ekonomické životnosti odepisovaných aktiv, vyčíslujeme tento majetek samostatně v současných cenách. Součástí neodepisovaného majetku pro CFROI je čistý pracovní kapitál a pozemky.

Čistý pracovní kapitál (čistá monetární aktiva) dostaneme, když od monetárních aktiv odečteme neúročený cizí kapitál a přičteme zásoby vyjádřené v současné kupní síle měny. Odečtený neúročený cizí kapitál převádí monetární aktiva na čistá monetární aktiva, protože monetární aktiva vlivem inflace ztrácejí hodnotu. Monetární aktiva jsou tvořena krátkodobým finančním majetkem a pohledávkami.

V případě úprav zásob o inflaci je podstatné, jakou metodou jsou oceněny. Pokud podnik oceňuje zásoby metodou FIFO, není potřebné zásoby upravovat, protože jejich hodnota je již vyjádřena v současných cenách. Pokud podnik používá jinou metodu ocenění, musíme hodnotu zásob přepočítat, např. cenovým koeficientem jako u odepisovaných aktiv.

Tento koeficient můžeme využít i pro přepočet hodnoty pozemků, které musíme také vyjádřit v současných cenách. V rozvaze jsou uvedeny v cenách historických. [11]

### 3.2.2.4 Brutto cash flow

Při výpočtu brutto peněžních toků z obchodních operací, bez ohledu na jejich způsob financování, vycházíme z upraveného účetního zisku, podobně jako při výpočtu NOPAT u ukazatele EVA. Schéma výpočtu BCF jak jej uvádí Mařík a Maříková [13] je následující:

*Zisk z běžné činnosti po zdanění*

+ *nákladové úroky (úvěr)*

+ *nákladové úroky (leasing)*

+ *odpisy*

- *výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku \* (1-d)*

+/- *zisk/ztráta z držby peněz*

= *Brutto cash flow*

Nákladové úroky přičítáme k zisku po zdanění v plné výši a tím peněžní tok zahrnuje daňovou úsporu, která v případě CFROI není zohledňována ve vážených průměrných nákladech kapitálu. Podobně musíme přičíst i nákladové úroky z leasingových splátek. Pokud bychom vyčíslovali samotný výsledek hospodaření, museli bychom místo původní leasingové platby odečíst odpisy z pronajatého majetku jako náklad. V případě výpočtu pouze peněžních toků odpisy odečítat nemusíme.

Výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku je mimořádnou položkou, stejně jako např. odpisy z pohledávek či mimořádné a neopakovatelné výnosové a nákladové položky zahrnuté v provozním výsledku hospodaření. Tyto položky by měly být z peněžních toků vyloučeny a u daňově účinných položek by měla být zohledněna daň.

Další důležitou položkou BCF je zisk nebo ztráta z držby peněz. Jde v podstatě o zisk nebo ztrátu z čistých monetárních aktiv v důsledku inflace. Ztráta vzniká, pokud má podnik čistý monetární majetek, v případě, že výnosy z tohoto majetku jsou nižší než inflace. Pokud však inflace převyšuje výnosy a podnik má zápornou hodnotu čistého monetárního majetku, na inflaci vydělává a dosahuje zisku.

### 3.2.3 Interpretace výsledných hodnot ukazatele CFROI

Výsledné hodnoty CF ROI můžeme hodnotit samostatně v časové řadě, kladné hodnoty CF ROI však ještě neznamenají, že podnik vytvořil hodnotu pro své akcionáře. Proto je vhodné vypočítat čisté CF ROI nebo-li tzv. spread, který je dán vztahem:

$$CF\ ROI_{spread} = CF\ ROI - WACC_{real} \quad (17)$$

Cash flow return on investment se porovnává s váženými průměrnými náklady kapitálu, které však nezahrnují daňovou úsporu a jsou upravené o inflaci. Pokud jsou výsledné hodnoty spreadu kladné, podnik tvoří hodnotu pro své akcionáře, v opačném případě hodnotu ničí. [6]

### 3.2.4 Výhody a nevýhody ukazatele CFROI

Mezi hlavními výhodami ukazatele CFROI je podle Pavelkové a Knápkové [18] možnost srovnání společností bez ohledu na odvětví, velikost a teritoriální umístění. Výsledné hodnoty vyjádřené v procentech, jsou pro většinu analytiků také výhodnější než hodnoty absolutní, např. u ukazatele EVA. Koncept CFROI je komplexnější, upraven o inflaci a

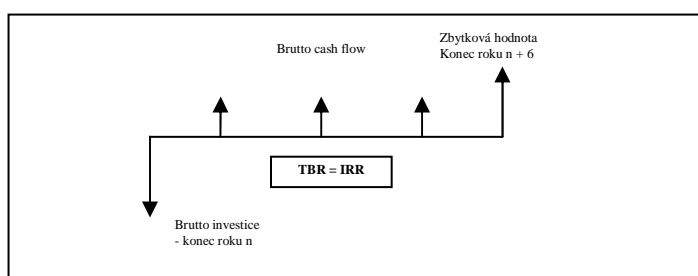
velmi přesně odstraňuje účetní nedostatky. Nemožnost přesného zvážení, které projekty a v jak velké míře mají vliv na tvorbu hodnoty v podniku, jsou pokládány za jednu z nevýhod tohoto ukazatele. Mezi další nevýhody řadí náročnost úprav a celkovou složitost konstrukce ukazatele.

Marinič [10] uvádí, že jde o nejpřesnější ukazatel založený na principu vnitřního výnosového procenta investice, ale poukazuje také na to, že stejně jako všechny ostatní ukazatele z řady hodnotově orientovaného managementu nelze hodnotit jednostranně nebo vidět jen negativní důsledky, protože není schopen postihnout a měřit klíčové nefinanční jevy, které předcházejí finančním výsledkům.

Young a O'Byrne [24] patří mezi autory, kteří tento model zpochybňují. Uvádějí, že tam kde ukazatel EVA vykazuje záporné hodnoty, tedy ničí hodnotu pro akcionáře, tam ukazatel CFROI může nabývat kladných a vyšších hodnot než jsou WACC, což znamená, že výsledný spread je kladný a podnik tedy tvoří hodnotu. Tito autoři dokonce tvrdí, že využití ukazatele CFROI může vést k přijetí investic se zápornou čistou současnou hodnotou.

### 3.3 Total Business Return – TBR

Total Business Return je v podstatě model CFROI zaměřený do budoucna, který v sobě odráží výnosnost existujících aktiv, růst, náklady na kapitál a volné cash flow, tedy generátory hodnoty. [18]. Podstata tohoto ukazatele je znázorněna na obrázku 2.



Obr. 2 „Princip ukazatele TBR“ [18]

### 3.4 Peněžní přidaná hodnota - (Cash Value Added) – CVA

Model CVA je součástí modelu CFROI a byl vyvinut poradenskými společnostmi Boston Consulting Group a HOLT Plannig Associates. Tento model se v praxi používá méně než ostatní a to především pro oceňování podniku. Můžeme ho však využít i při hodnocení finanční výkonnosti podniku. Marinič [9] uvádí, že CVA vychází místo z výsledku



hospodaření z peněžních toků, odpovídající toku peněz z provozní činnosti před výdaji na investice a na možné zvýšení pracovního kapitálu (brutto cash flow).

Vyjádření CVA jako formy ekonomického zisku:

$$CVA = (CF ROI - WACC) * BIB \quad (18)$$

*Kde:*

*CVA = peněžní přidaná hodnota*

*WACC = vážené průměrné náklady kapitálu*

*BIB = brutto investiční báze*

### 3.5 Ekonomický zisk - (Economic profit)

Copeland, Koller, Murin [2] jsou považováni za autory této metody, v současnosti je ale zpracována společností Mc. Kinsey & Company Inc.

Mařík a Maříková [13] uvádí následující rozdíly oproti modelu EVA.

- provozní zisk po upravených daních je označen NOPLAT (*Net Operating Profit less Adjusted Taxes*),
- hodnota aktiv k provozu je označována „investovaný kapitál“,
- úpravy účetních aktiv k investovanému kapitálu jsou oproti metodě EVA jen omezené:
  - úprava oběžných aktiv na pracovní kapitál odpočtem krátkodobých neúročených závazků,
  - vyloučení aktiv, která nejsou nutná k hlavnímu provozu podniku,
  - nepoužívá se přeceňování stálých aktiv na reprodukční ceny, což je pro metodu EVA doporučováno.

### 3.6 Cash Flow rentabilita hrubých aktiv - (Cash Return on Gross Assests) – CROGA

Dalším moderním ukazatelem měření výkonnosti podniku v daném roce je ukazatel pracující s kategorií provozního cash flow. V porovnání s ukazatelem EVA je přesnější, ale pracnější co se týče úprav. Jeho výhodou je i procentuální vyjádření. Ukazatel CROGA dostaneme jako poměr provozního cash flow po zdanění a hrubých aktiv. [26]

Provozní cash flow po zdanění je cash flow týkající se hlavní činnosti podniku.

Hrubá aktiva představují dlouhodobá provozní aktiva v pořizovací ceně plus pracovní kapitál.

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (19)$$

Kde:

$CROGA$  = cash flow rentabilita hrubých aktiv

$OATCF$  = provozní cash flow po zdanění

$GA$  = hrubá aktiva

$$CROGA_{spread} = CROGA - WACC \quad (20)$$

Výsledné hodnoty ukazatele  $CROGA$  porovnáváme s váženými průměrnými náklady kapitálu ( $WACC$ ). Jestliže je  $CROGA > WACC$ , potom výnosnost vloženého kapitálu byla větší než očekávali vlastníci a dochází k tvorbě hodnoty.

Při hodnocení návratnosti investic či oceňování podniku můžeme podle Mariniče [9] použít modifikaci ukazatele  $CROGA$ , ukazatele  $CROIGA$  (Cash Return on Inflation-Adjusted Gross Assests), kde hrubá aktiva jsou upraveny o vliv inflace.

$$CROIGA = \frac{OATCF}{GA_t} \quad (21)$$

### 3.7 Tržní přidaná hodnota - (Market Value Added) – MVA

MVA je registrovanou obchodní značkou společnosti Stern Stewart & Co. Stewart [21] definoval MVA jako „hodnotu přidanou trhem“. Jde v podstatě o přírůstek tržní hodnoty, kterou vlastníci podniku dosáhli investováním kapitálu do podniku. Tržní přidanou hodnotu můžeme externě využít jako ukazatele měření výkonnosti u podniků veřejně obchodovatelných a nelze ji použít pro měření na nižších úrovních řízení. MVA je dán vztahem:

$$MVA = \text{Tržní hodnota firmy} - \text{investovaný kapitál} \quad (22)$$

Pokud investovaný kapitál vydělává více, než představují náklady kapitálu, dochází ke zvýšení MVA. Čím větší MVA, tím větší hodnotu podnik vytváří. Záporné hodnoty MVA svědčí o tom, že investice provedené managementem firmy jsou nižší než investovaný kapitál.

Hawawini [5] uvádí alternativní definici MVA jako součet hodnoty přidané trhem u vlastního kapitálu a hodnoty přidané trhem u cizího kapitálu:

$$MVA = MVA(Equity) + MVA(Debt) \quad (23)$$

Předpokládá, že hodnoty přidané trhem u cizího kapitálu jsou často různá od nuly pouze jako důsledek změny úrokových sazeb. Proto maximalizace MVA je ekvivalentní maximalizaci akcionářské hodnoty. Tento poznatek snižuje vypovídací schopnost MVA jako ukazatele manažerské výkonnosti, neboť MVA je částečně citlivá na změny determinované makroekonomickými veličinami, které nejsou managementem ovlivnitelné.

Hawawini [5] tento problém řeší tím, že doporučuje odhadnout a odečíst změnu MVA způsobenou makroekonomickým prostředím v případě hmotné zainteresovanosti managementu.

Mařík [11] říká, že ukazatel MVA lze za předpokladu dokonale fungující kapitálového trhu a předpovědi budoucích hodnot EVA ovlivňovat přes ekonomickou přidanou hodnotu, což znamená, že maximalizace hodnoty EVA je důležitým faktorem i pro maximalizaci hodnoty MVA, protože MVA je rovna čisté současné hodnotě projektů, které podnik realizoval nebo které plánuje do budoucna. Čistá současná hodnota každého projektu je dána současnou hodnotou budoucích EVA, což lze matematicky vyjádřit takto:

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i} \quad (24)$$

*Kde:*

*MVA* = tržní přidaná hodnota

*EVA<sub>i</sub>* = hodnoty ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech

*n* = plánovaná doba propočtu

*WACC* = vážené průměrné náklady kapitálu

Pavelková a Knápková [18] řadí mezi nevýhody ukazatele MVA, to že nezahrnují požadovanou míru výnosnosti investovaného kapitálu a není vždy měřitelné, co je výsledkem práce manažerů a co management ovlivnit nemohl.

### 3.8 Excess Return

Young a O'Byrne [24] definují Excess Return jako rozdíl mezi skutečnou hodnotou bohatství a očekávanou hodnotou bohatství na konci měřeného období. Skutečnou hodnotu

bohatství můžeme chápat jako budoucí hodnotu přínosů pro vlastníky, což může být např. budoucí hodnota vyplacených dividend, odkoupených akcií apod.

$$\begin{aligned} \text{Excess Return}_n &= \text{Skutečná hodnota bohatství v období } n \\ &\quad - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n \end{aligned} \quad (25)$$

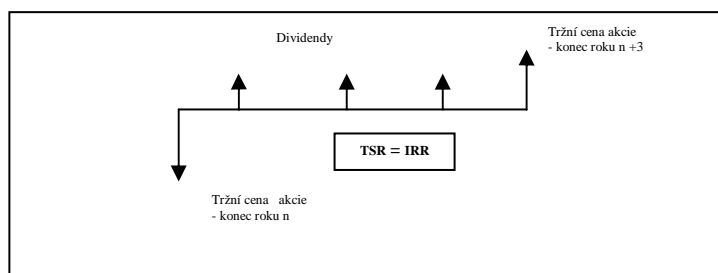
Excess Return stejně jako MVA má některá omezení. Tento ukazatel můžeme použít pouze u veřejně obchodovatelných společností a nemůžeme měřit na úrovni divizí, protože u nich neznáme skutečnou hodnotu bohatství.

### 3.9 Total Shareholder Return – TSR

Total Shareholder Return představuje změnu v kapitálové hodnotě veřejně obchodovatelných společností za určité období (zpravidla 1 rok nebo déle) plus dividendy vyjádřené jako +/- % počáteční hodnoty. [26]

Total Shareholders Return byl vytvořen společností Boston Consulting Group jako reakce na vytvoření konkurenčního ukazatele MVA.

Total Shareholder Return je obdobou ukazatele Excess Return. TSR je na rozdíl od Excess Return vyjádřený v procentech. Princip tohoto ukazatele je znázorněn na obrázku 3. TSR je možné využít jen u veřejně obchodovatelných společností a nemůžeme podle něj měřit výkonnost divizí.



Obr. 3 „Princip ukazatele TSR“ [18]

### 3.10 Přidaná hodnota pro akcionáře – (Shareholder Value Added) - SVA

Přidaná hodnota pro akcionáře je dalším možným ukazatelem měření výkonnosti podniku, který však v praxi není často využíván. SVA vytvořil Alfred Rappaport a LEK/Alkar Consulting Group.

Základní myšlenkou tohoto konceptu je zjištění současné hodnoty podniku jako diskontovaného očekávaného budoucího peněžního toku.

Mařík [9] prezentuje SVA jako rozdíl mezi cizími zdroji a současnou hodnotou provozních peněžních toků plus zůstatková hodnota podniku na konci období plus neoperativní aktiva (držené majetkové podíly).

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (26)$$

*Kde:*

*SV = současná hodnota cash flow z operativní činnosti pro plánované období + diskontovaná zbytková hodnota ke konci plánovaného období + tržní cena neoperativních aktiv – závazky*

*SV<sub>t</sub> = hodnota podniku pro vlastníky v čase t*

### 3.11 Shrnutí teoretické základny

V první části diplomové práce jsem se zabývala vymezením teoretických poznatků týkajících se hodnocení a měření finanční výkonnosti. Zjistila jsem, že je kladen stále větší důraz na hodnotu pro akcionáře tzv. shareholder value. Klasické ukazatele měření finanční výkonnosti jsou stále více doplňovány či nahrazovány moderními ukazateli finanční výkonnosti, které vycházejí z ekonomického zisku nebo cash flow oproti klasickým ukazatelům vycházejících z účetního zisku. Výhodou některých moderních ukazatelů je také to, že zohledňují inflaci. Ukazatele jsou vyjádřeny jak v absolutních hodnotách, tak i v procentuálním vyjádření, které je vhodnější pro mezipodnikové srovnávání.

Závěrem teoretické části je z uvedených poznatků určit vhodné ukazatele pro měření finanční výkonnosti podniku PAPCEL, a. s.. Jelikož společnost PAPCEL, a. s. měří výkonnost podle některých klasických ukazatelů, zejména zisku, zaměřím se na využití především moderních ukazatelů jako EVA, RONA, CFROI, CROGA, CROIGA a CVA. Pro lepší vypovídající schopnost klasických ukazatelů porovnáám vypočítané hodnoty s podniky v odvětví.

Ukazateli založenými na tržní hodnotě podniku jako jsou Market Value Added, Excess Return, Total Shareholder Return a Shareholder Value Added se nebudu zabývat, protože podnik PAPCEL, a. s. není veřejně obchodovatelnou společností a data o tržních hodnotách nejsou známa.

## **II. ANALYTICKÁ ČÁST**

## 4 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.



**progressive engineering**

*Obr. 4 „Logo PAPCEL, a. s.“ [25]*

### 4.1 Obecný profil společnosti

Akciová společnost PAPCEL se sídlem v Litovli téměř 60 let vyrábí stroje a technologická zařízení pro papírenský průmysl. K dispozici má potřebná předvýrobní oddělení, technický a technologický vývoj, engineering, konstrukci, zkušebnu, servisní služby a zejména výrobní prostory a montážní haly s veškerým technickým vybavením pro požadovanou strojírenskou výrobu.

Společnost vyrábí a dodává stroje a zařízení pro kompletní linky papírenských strojů a přípraven látky. Zajišťuje kusové dodávky, dodávky kompletních technologií, opravy, repase, rekonstrukce výrobních uzlů a celých technologií. Pro dodávané zařízení zabezpečuje náhradní díly a kompletní servisní služby.

Ve své historii společnost dodala více než 70 nových, případně rekonstruovaných linek papírenských strojů.

Společnost PAPCEL, má právní statut akciové společnosti. Do roku 2008 byl majitelem akcií pouze jediný akcionář. V roce 2008 došlo ke vstupu investičního partnera EK Fin AG Rakousko, investičního fondu, který vlastní 34% akcií. V představenstvu společnosti stejně jako v dozorčí radě zasedají vždy tři osoby. Společnost PAPCEL, a. s. má zároveň jednu dceřinou společnost OOO PAPCEL SPb v ruském Petrohradě.

### 4.2 Předmět činnosti

Rozhodujícím předmětem činnosti je:

1. výroba strojů, zařízení a náhradních dílů v oblasti papírenského průmyslu
2. konstrukční činnost v oblasti strojírenství
3. poradenství a konzultace
4. ostatní finanční zprostředkování
5. investorská činnost ve výstavbě
6. doprava a dodávky zboží
7. servisní služby

### 4.3 Hlavní prodejní oblasti

Obchodní aktivity jsou zaměřeny v oblasti východní Evropy, především na trh Ruska, Kazachstánu, Litvy, Ukrajiny, Lotyšska a Běloruska. V rámci střední Evropy jsou hlavními odběratelskými trhy Česko, Slovensko a Polsko.

**Střední Evropa:** Česko, Slovensko, Polsko, Maďarsko, Bulharsko, Rumunsko, Řecko, Slovinsko, Chorvatsko, Srbsko, Černá Hora, Bosna a Hercegovina, Turecko.

**Východní Evropa:** Rusko, Litva, Ukrajina, Kazachstán, Bělorusko, Lotyšsko, Estonsko.

**Ostatní svět:** Egypt, Tunisko, Pákistán, Chile, Argentina, Kuvajt, Indie, Indonésie apod.

### 4.4 Vývoj počtu zaměstnanců

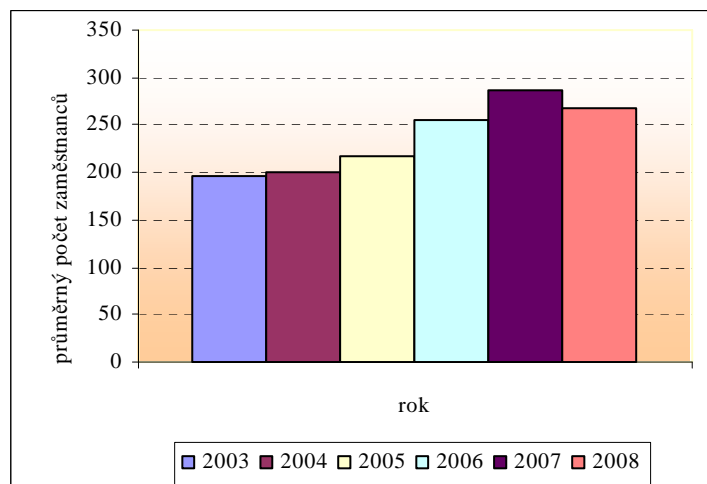
Průměrný počet zaměstnanců v rozdělení na výrobní dělníky, režijní dělníky, THP a řídicí pracovníky je uveden v *Tab. 2*.

*Tab. 2 „ Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2003 – 2008“ [21 ]*

Zaměstnanci	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dělníci výrobní	88	85	88	101	111	98
Dělníci režijní	19	18	19	27	28	24
THP	85	98	106	130	147	146
Řídicí pracovníci	5	5	5	5	6	8
Průměrný počet zaměstnanců	197	201	218	256	286	268

Celkový průměrný počet zaměstnanců ve sledovaném období 2003 – 2007 mírně roste. Významný nárůst můžeme zaznamenat zejména u výrobních dělníků a THP pracovníků. V roce 2008 dochází v důsledku úbytku zakázkové náplně k propouštění zaměstnanců.





Obr. 5“ Vývoj počtu zaměstnanců“ [vlastní tvorba]

## 5 ANALÝZA PROSTŘEDÍ PODNIKU

### 5.1 SWOT analýza podniku

<p><b>Silné stránky</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Dlouhodobá tradice</li> <li>2. Trvale vysoká kvalita</li> <li>3. Získaná oprávnění a certifikáty</li> <li>4. Vlastní výrobní prostory s veškerým technickým vybavením, vlastní konstrukční kancelář</li> <li>5. Společnost zajišťuje kompletní servisní služby, repase, rekonstrukce a dodávky náhradních dílů</li> <li>6. Výborné reference a vlastní výzkum a vývoj</li> <li>7. Výborná propagace, zpětná vazba k zákazníkům, kvalitní spolupráce s obchodními partnery</li> <li>8. Kvalifikovaná pracovní síla, jazyková vybavenost zaměstnanců</li> </ol>	<p><b>Slabé stránky</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nevhodná organizační struktura</li> <li>2. Špatně fungující informační systém podniku</li> <li>3. Delší dodací lhůty u některých typových strojů z důvodu dlouhých dodacích lhůt materiálu</li> </ol>
<p><b>Příležitosti</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Spolupráce s významnými strategickými partnery</li> <li>2. Rozšíření aktivit do oblastí Asie, Afriky a Latinské Ameriky</li> <li>3. Možnost kooperační výroby dílů strojů a částí papírenských strojů v Číně</li> <li>4. Otevřenost inovacím a technickému rozvoji</li> </ol>	<p><b>Ohrožení</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Posilování kurzu české koruny</li> <li>2. Vývoj cen ropy – zdražování energií</li> <li>3. Vývoj inflace - neustále změny cen vstupního materiálu</li> <li>4. Konkurence s nízkými cenami a méně kvalitními výrobky</li> <li>5. Silné postavení hlavních konkurentů na trhu</li> </ol>

## **5.2 Porterův model pěti sil**

### **5.2.1 Riziko vstupu potenciálních konkurentů**

Riziko vstupu potenciálních konkurentů je značně omezeno zejména v oblasti nákladů. Velcí světoví výrobci papírenského průmyslu již mají své nezastupitelné místo na trhu, působí na trhu řadu let a mají nezbytné know-how.

### **5.2.2 Rivalita mezi stávajícími konkurenty**

Společnost PAPCEL, a. s. čelí zejména zahraniční konkurenci. Na českém trhu není žádná výraznější konkurence. Největšími konkurenty jsou firmy Metso Paper ve Finsku a dále VOITH Paper v Německu. Tito výrobci papírenského průmyslu mají vysoký tržní podíl a jsou neustálou hrozbou pro společnost PAPCEL, a. s. Další, ne méně výraznou konkurencí je čínská výroba papírenských strojů. Jejich nízké provozní náklady se odrážejí i v nízkých cenách těchto technologií a i přes horší kvalitu mohou konkurovat našim výrobkům.

### **5.2.3 Smluvní síla odběratelů**

90% produkce směřuje do zahraničí. Obchodní aktivity jsou zaměřeny v oblasti východní Evropy, především na trh Ruska, Kazachstánu, Litvy, Ukrajiny, Lotyšska a Běloruska. V rámci střední Evropy jsou hlavními odběratelskými trhy Česko, Slovensko a Polsko, v západní Evropě trhy Německa a Francie. Zákazníci z těchto prodejních oblastí tvoří stále a velmi významné odběratele, kteří přinášejí podniku zisk. Společnost PAPCEL, a. s. také směřuje své obchodní aktivity na trhy Číny, Egypta, Indonésie, Pákistánu, Chile, Argentiny apod.

### **5.2.4 Smluvní síla dodavatelů**

Společnost PAPCEL, a. s. má již své stálé a tzv. prověřené dodavatele materiálu, s kterými je velmi dobrá spolupráce. Společnost si nemůže dovolit udržovat vztahy s nespolehlivými dodavateli, protože by to mohlo ohrozit i její vztahy s odběrateli. Dodací podmínky uváděné v nabídkách a dále pak i v konkrétních zakázkách je velmi důležité sladit s dodacími podmínkami dodavatelů. Výroba je totiž přesně vázaná na včasné dodání materiálu k určité zakázce. Společnost neudrzuje vysoké skladové zásoby materiálu.

### 5.2.5 Hrozba substitučních výrobků

V oblasti papírenského průmyslu je hrozba substitučních výrobků docela malá, protože velké technologické celky a i typové stroje se nedají snadno nahradit jinými stroji, které by měly své specifické vlastnosti a kvalitu. Společnost provádí dlouholetý výzkum v oblasti papírenského průmyslu, uplatňuje osvědčené technologické postupy a neustále inovuje své stroje a zařízení, což vede ke zvyšování kvality. Neopomenutelným faktorem je i dlouholetá tradice této značky.

### 5.2.6 Strategie podniku na další období

Společnost PAPCEL, a. s. si zvolila strategii expanze. Klade si za cíl zvýšení tržního podílu a konkurenceschopnosti zejména na trzích východní a střední Evropy.

Na základě zmiňovaných skutečností patří mezi hlavní cíle společnosti zvýšení cenové konkurenceschopnosti, zlepšení technické úrovně a inovací zařízení, což by se odrazilo ve snížení nákladů papíren (zejména energetických) a zvýšení kapacity strojů s ohledem na životní prostředí. Prioritou je využívání tzv. obnovitelných zdrojů (dřevo, sběrový papír) jako hlavní vstupní suroviny. Zvýšení cenové konkurenceschopnosti může docílit např. selektivním snížením cen, optimalizací výroby a nákupu.

Společnost PAPCEL, a. s. by se měla zaměřit na zlepšení servisu, např. zvýšením kapacit, kvalitou, „domácími“ místy poskytovatelů.

Mezi priority společnosti patří redukce provozních nákladů papíren, zvyšování produktivity a efektivnosti provozů papíren a ohled na životní prostředí a bezpečnost práce na papírenských provozech.

Společnost by se měla zaměřit na neustálé prohlubování a upevňování obchodních vztahů se svými, jak stálými, tak potencionálními obchodními partnery. Měla by pokračovat v kvalitní propagaci a výzkumu v oblasti papírenského průmyslu.

Společnost by měla dbát na neustálé zdokonalování a proškolení svých zaměstnanců.

## 6 STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ

Podle klasifikace odvětvových a ekonomických činností se společnost PAPCEL, a s. řadí do OKEČ DK, přesněji do OKEČ 29 (výroba a opravy strojů a zařízení).

Odvětví OKEČ 29 - Výroba a opravy strojů a zařízení zaujímá v rámci zpracovatelského průmyslu, jenž zahrnuje celkem 23 odvětví, významnou pozici. Toto odvětví se v roce 2008 podílelo téměř 10,1 % na tržbách za vlastní výrobky a služby zpracovatelského průmyslu. Podíl na tržbách zpracovatelského průmyslu vykazuje u odvětví OKEČ 29 od nejméně úspěšného roku 2002 (cca 7 %) postupný růst. Podíl 14,1 % na počtu zaměstnanců představuje oproti stejnému roku mírné zvýšení o cca 1,2 % a řadí toto odvětví na první místo v rámci zpracovatelského průmyslu. Odvětví OKEČ 29 se v roce 2000 podílelo 10,1 % na účetní přidané hodnotě v rámci celého zpracovatelského průmyslu. Od roku 2002 (podíl 9,4 %) dochází k postupnému růstu podílu na účetní přidané hodnotě na 13,3 % v roce 2008. V krátkodobém horizontu (2008/2007) dochází u tržeb (v b.c.) k růstu o 1,7 % a účetní přidané hodnotě k růstu o 8,8 %. Proti vývoji zaznamenanému v předcházejících letech dochází k výraznému zpomalení. Příznivý vliv na výsledky, které odvětví vykazuje, má mimo jiné systém podpory malého a středního podnikání (MSP), jenž probíhá v rámci MPO a je rozpracován do různě zaměřených programů.

Přední místo dle tržeb dle Sdružení CZECH TOP 100 zaujímá v rámci OKEČ 29 společnost Zetor, a.s., (tržby za rok 2005: 4 345 000 tis. Kč), následují Rieter CZ a.s., (3 689 000 tis. Kč) a Siemens Industrial Turbomachinery s.r.o. (2 505 000 tis. Kč). Avšak mezi prvními 100 podniky nefiguruje žádná firma odvětví OKEČ 29. V kategorii „Obdivované strojírenské firmy roku 2007“ zaujímá přední místa trojice společností: ŠKODA HOLDING a.s., ŽĎAS, a.s., a Česká zbrojovka a.s. [3]

Rostoucí vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby v běžných cenách byl zaznamenán v letech 2006 až 2008. Vzestupný trend se daří udržet hlavně oborům, které v převážné míře svou produkcí zajišťují subdodávky do vyšších investičních celků, jež jsou dlouhodobě kontrahovány. U ostatních oborů tohoto odvětví se začíná, hlavně v průběhu druhého pololetí 2008, projevovat vliv hospodářské krize. Obdobný průběh vykazuje i výše účetní přidané hodnoty a počet zaměstnanců.

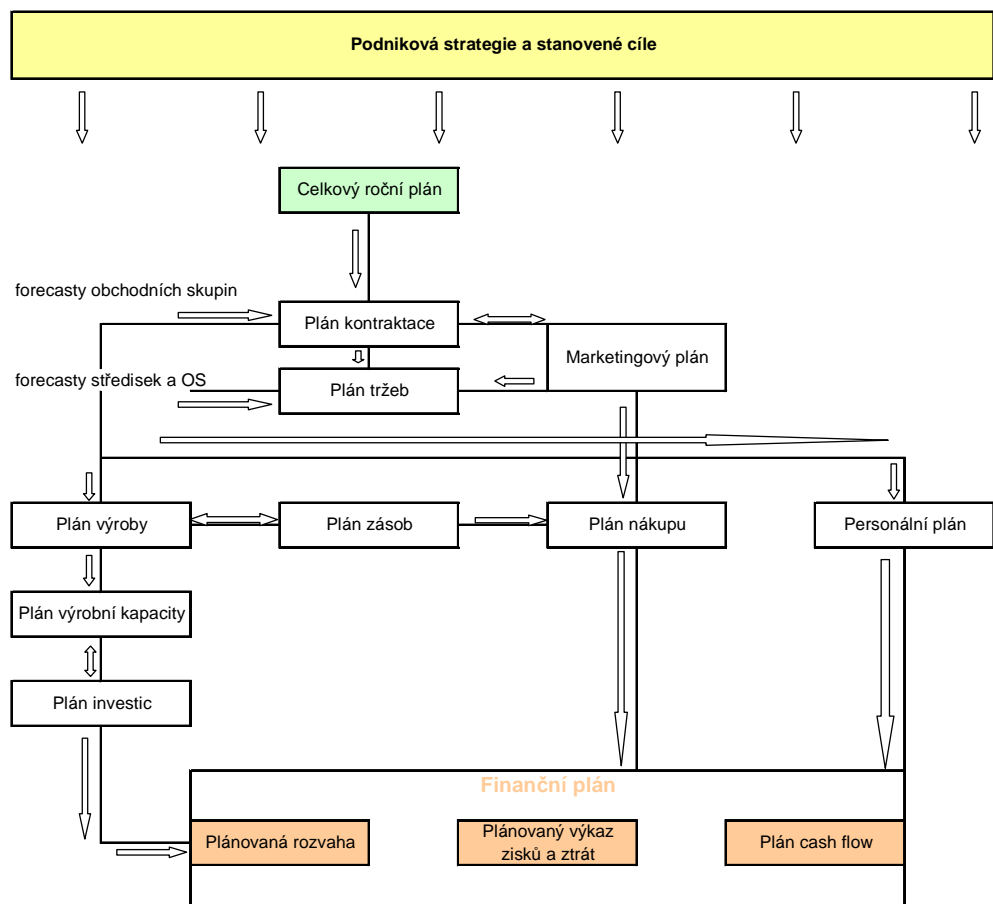
Vývoj základních produkčních charakteristik odvětví OKEČ 29 v období let 2000 až 2008 poměrně přesně kopíruje průběh těchto parametrů celého zpracovatelského průmyslu.

## 7 STÁVAJÍCÍ HODNOCENÍ A MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU PAPCEL, A. S.

Základním faktorem, který slouží k měření výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s. je zisk. Základem krátkodobého řízení zisku v podniku se zabývá operativní controlling. Pro řízení zisku je důležitý podnikový systém plánování. Vychází se z ročního plánu, který se zpracovává během listopadu, v návaznosti na podnikovou strategii, kterou zpracovává management podniku během září a října. Vedle ročního plánu se průběžně během roku, většinou čtvrtletně zpracovávají tzv. forecasty, výhledy na některé položky, zejména tržby.

Roční plán je základem pro měsíční plánování a rozpočet jednotlivých středisek. Při jeho sestavování se vychází z minulého období s ohledem na současný stav a předpokládanou budoucnost.

Součástí ročního plánu je plán tržeb, plán kontraktace, plán investic, personální plán, organizační plán, finanční plán a plán výroby, který navazuje na plán kontraktace. Systém plánování je zobrazen na Obr. 6.



*Obr. 6 „Systém plánování ve společnosti PAPCEL“**[vlastní tvorba]*

Analyzovaná společnost se mimo jiné v rámci operativního controllingu zabývá controllingem zakázek a středisek. Dále si společnost stanovila 33 výkonnostních kritérií, z nichž každé je samostatně sledováno a vyhodnocováno controllerem v měsíčních intervalech. Sledují se odchylky od plánu. Za jednotlivá kritéria je zodpovědný pověřený zaměstnanec společnosti, který se snaží dosáhnout plánu a v případě nesplnění musí vysvětlit, proč k tomu došlo. 33 výkonnostních kritérií, která jsou doplněna popisem, jsou dále rozepsána:

❖ Kritérium 1 – Rentabilita tržeb

Sleduje se míra zisku, tzn. kolik zisku je dosaženo z 1 Kč tržeb, uvádí se v % vyjádření

❖ Kritérium 2 – Produktivita práce OS-SE (obchodní skupina-střední Evropa)

❖ Kritérium 3 – Produktivita práce OS-VE (obchodní skupina-východní Evropa)

❖ Kritérium 4 – Produktivita práce OS-IB (obchodní skupina – ostatní svět)

Ukazatel udává, kolik tržeb připadá na jednoho pracovníka dané obchodní skupiny a je vypočítán jako poměr tržeb dané obchodní skupiny k počtu zaměstnanců této skupiny v mil Kč na 1 pracovníka.

❖ Kritérium 5 – Objem tržeb

❖ Kritérium 6 – Objem tržeb OS-IB

❖ Kritérium 7 – Objem tržeb OS-VE

❖ Kritérium 8 – Objem tržeb OS-SE

Kritérium 5-8 sleduje dosažení plánovaného limitu v mil. Kč.

❖ Kritérium 9 – Objem kontraktace

❖ Kritérium 10 – Objem kontraktace OS-VE

❖ Kritérium 11 – Objem kontraktace OS-SE

❖ Kritérium 12 – Objem kontraktace OS-IB

Ukazatel objemu kontraktace udává finanční objem uzavřených smluv v ročním období dle obchodních tabulek v mil. Kč.

- ❖ Kritérium 13 – Nový zákazník VE
- ❖ Kritérium 14 – Nový zákazník SE
- ❖ Kritérium 15 – Nový zákazník IB

Tato kritéria sledují, zda bylo dosaženo zisku nového zákazníka obchodním manažerem obchodní skupiny.

- ❖ Kritérium 16 – Objem tržeb nový zákazník OS-VE
- ❖ Kritérium 17 – Objem tržeb nový zákazník OS-SE
- ❖ Kritérium 18 – Objem tržeb nový zákazník OS-IB

Ukazatel objemu tržeb – nový zákazník vyjadřuje velikost tržeb připadající na nového zákazníka v dané obchodní skupině.

- ❖ Kritérium 19 – Úspěšnost zpracovaných zakázek
- ❖ Kritérium 20 – Termínové zpracování nabídek

Kritériem 20 je sledováno, zda jsou nabídky zpracovány v termínu stanoveném zákazníkem a zda nedochází k časovým prodlevám mezi jednotlivými podnikovými útvary zapojenými do zpracování nabídky.

- ❖ Kritérium 21 – Počet nabídek

Toto kritérium je zaměřeno na maximalizaci počtu zpracovaných nabídek

- ❖ Kritérium 22 – Výkon výroby
- ❖ Kritérium 23 – Výkon konstrukce

Zvýšení výkonu výroby a konstrukce, tzn. produktivity práce je dáno těmito kritérii.

- ❖ Kritérium 24 – Zásoby materiálu
- ❖ Kritérium 25 – Zásoby nedokončené výroby

Kritérium 24 a 25 sleduje dosažení plánovaného limitu v % vyjádření

- ❖ Kritérium 26 – Zásoby výrobky

Dosažení podílu výrobků k tržbám v % vyjádření



❖ Kritérium 27 – Zásoby zálohy

Podíl poskytnutých záloh dodavatelům v % vyjádření

❖ Kritérium 28 – Objem materiálu a služeb

Objem materiálu a služeb je dán dosažením plánovaného limitu

❖ Kritérium 29 – Přesčasové hodiny THP

Kritérium 29 je zaměřeno na nastavení kritérií omezujících kapacitu přesčasů a snahu o snížení přesčasových hodin u THP pracovníků o 20%

❖ Kritérium 30 – Přesčasové hodiny DV

❖ Kritérium 31 – Přesčasové hodiny KO

Tato kritéria jsou doplňková ke kritériím 22 a 23 výkonu výroby a konstrukce

❖ Kritérium 32 – Nemocnost

Kritérium nemocnosti je zaměřeno na slabá místa a snížení celkové nemocnosti ve společnosti na 4%

❖ Kritérium 33 – Nákup z asijských zemí

Poslední kritérium je zaměřeno na zvýšení podílu nákupu materiálu a subdodávek z asijských zemí z celkového objemu nákupu

Všechna kritéria jsou controllorem samostatně vyhodnocena a výsledky jsou zpracovány do přehledných tabulek a grafů s komentářem. Ke každému kritériu je přiřazen zelený nebo červený „puntík“ podle dosažených výsledků. Příklad vyhodnocení kritéria 24 – zásoby materiálu je uveden v příloze P IV.

Z uvedeného stávajícího systému hodnocení finanční výkonnosti je zřejmé, že se společnost věnuje především zisku jako tradičnímu ukazateli. Společnost sice vhodně kombinuje tento finanční ukazatel se sledováním dalších nefinančních ukazatelů, které ovlivňují finanční výkonnost podniku, přesto však opomíjí řadu moderních ukazatelů, které mohou společnosti ukázat jiný úhel pohledu na finanční výkonnost podniku.

V další části se tedy budu věnovat klasickým a především moderním ukazatelům měření finanční výkonnosti a na základě výsledků doporučím vhodný systém hodnocení a měření finanční výkonnosti pro společnost PAPCEL, a. s.

## 8 KLASICKÉ UKAZATELE FINANČNÍ VÝKONNOSTI

### 8.1 Ukazatele zisku

Vývoj hospodářského výsledku společnosti PAPCEL, a. s. v letech 2003-2008 je uveden v Tab.3. VH je zde rozdělen na provozní, finanční a mimořádný. Mimořádného výsledku hospodaření nedosahovala společnost v žádném roce. Finanční výsledek hospodaření byl v prvních třech letech záporný, což bylo způsobeno vyšším podílem nákladových úroků a ostatních finančních nákladů, které byly ve všech třech letech vyšší než ostatní finanční výnosy. V letech 2006 až 2008 společnost vykazovala větší objem ostatních finančních výnosů než nákladů, což se projevilo v kladném finančním hospodářském výsledku. Nejlepších výsledků společnost dosáhla v roce 2007, kdy se celkový zisk před zdaněním zvýšil ve srovnání s rokem 2006 o 164% na hodnotu 68,919 mil. Kč. Na této hodnotě se podílel zisk z kursových rozdílů ve výši 14 mil. Kč. V roce 2008 vidíme pokles hospodářského výsledku o 27 574 tis. Kč, přesto je však tento výsledek o 15 602 tis.Kč vyšší než v roce 2006.

Analýza zisku nám ukazuje mírný propad hospodářského výsledku před zdaněním v roce 2008 způsobený poklesem přidané hodnoty v důsledku vyšší výkonové spotřeby ovlivněné růstem cen materiálu a energií. Tento růst byl dán inflačními tlaky v roce 2008, kdy se meziroční inflace oproti roku 2007 více než zdvojnásobila a dosahovala 6,3% oproti 2,8% v roce 2007.

Tab. 3 „Vývoj hospodářského výsledku (údaje v tis. Kč)“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Provozní HV	11 177	9 521	11 612	23 160	57 360	37 035
Finanční HV	- 5 229	- 1 921	- 1 400	2 914	11 559	1 967
Mimořádný HV	0	0	0	0	0	0
HV za účetní období	4 081	6 648	7 000	19 521	53 035	30 914
HV před zdaněním	5 948	7 600	10 212	26 074	68 919	39 002
HV před zdaněním a úroky	6 586	8 286	11 125	27 906	71 082	43 508

Tab. 4 „Dělení HV před úroky a zdaněním (údaje v tis. Kč)“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT	6 586	8 286	11 125	27 906	71 082	43 508
Věřitel (nákladové úroky)	638	686	913	1 832	2 163	4 506
Stát (daň)	1 867	952	3 212	6 553	15 884	8 088
Podnik (čistý zisk)	4 081	6 648	7 000	19 521	53 035	30 914

Z Tab. 4 je evidentní velmi pozitivní trend vývoje čistého zisku, který se zvyšuje až do roku 2007. Zároveň ale s rostoucí výší čistého zisku roste i výše nákladových úroků. V roce 2008 se výše čistého zisku snížila o 22 121 tis. Kč., zatímco se nákladové úroky zvýšily o 2 342 tis. Kč, což bylo způsobeno především nárůstem krátkodobých bankovních úvěrů o 72 792 tis.Kč oproti roku 2007.

## 8.2 Ukazatele cash flow

Vývoj cash flow v jednotlivých letech rozdělený podle činností na cash flow z provozní, investiční a finanční činnosti je uveden ve zkrácené podobě v Tab.5. Cash flow z provozní činnosti je ve všech sledovaných obdobích mimo roku 2004 a 2008 pozitivní. V roce 2004 a 2008 dosáhlo záporné hodnoty, což naznačuje, že výdaje spojené s provozní činností převýšily příjmy s touto činností spojené. Vysoká záporná hodnota cash flow z provozní činnosti v roce 2008 (-97 242 tis.Kč) byla zapříčiněna vysokým nárůstem pohledávek na konci roku, kdy byly vyfakturovány platby z realizace zakázky Majak Technocel. Dále poklesem přijatých záloh, souvisejících se změnou způsobu financování (pokles o 100 mil Kč – vyúčtována záloha od Majak Technocel) a poklesem rezerv na opravy dlouhodobého hmotného majetku o 15 mil Kč. Vytvořená rezerva v roce 2007 v hodnotě 29 mil. Kč byla v roce 2008 z části vyčerpána (20 mil Kč) a z části rozpuštěna (zrušena 9 mil Kč). Ne méně významným faktorem podílejícím se na záporné hodnotě provozního cash flow v roce 2008 byly zaplacené úroky v důsledku navýšení úvěrových linek, zejména v kontokorentech (ČSOB, UCNICR). Cash flow z investiční činnosti je každoročně mimo roku 2007 záporné, což svědčí o investiční činnosti společnosti (investice do výrobních technologií). Záporné hodnoty cash flow z finanční činnosti jsou zapříčiněny splátkou úvěrů, zejména pak v letech 2003 a 2006, kdy bylo dosaženo obzvlášť vysoké záporné hodnoty. Peněžní toky v analyzované společnosti nemůžeme hodnotit pozitivně, mimo roku 2005 a 2007, kdy dosáhly kladných hodnot. Špatný je především rok 2008, ve kterém byl záporný peněžní tok způsobený zejména záporným cash flow z provozní činnosti a to vlivem změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu, zejména krátkodobých závazků.

Tab. 5., Vývoj toků peněžní hotovosti (údaje v tis. Kč)“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Počáteční stav PP	7 538	4 204	2 422	50 317	22 230	139 461
CF provozní činnost	7 552	- 4 953	37 003	16 377	117 279	-97 242
CF investiční činnost	- 2 344	- 1 058	- 2 478	-39 574	574	-12 162
CF finanční činnost	- 8 542	4 229	13 370	- 4 890	- 622	2 875
Čisté zvýšení, resp. snížení PP	- 3 334	- 1 782	47 895	-28 087	117 231	-106 529
Konečný stav PP	4 204	2 422	50 317	22 230	139 461	32 932

Negativně můžeme hodnotit i záporné hodnoty volného cash flow v roce 2006 a 2008. Na těchto záporných hodnotách se podílely dlouhodobé finanční investice a změna ČPK.

Tab. 5 „Vývoj volného cash flow“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT (1-t)	6 586	8 286	11 125	27 906	71 082	43 508
odpisy	6 621	6 257	5 997	6 368	6 481	7 359
Změna ČPK	3 995	15 690	31 298	-34 866	57 809	-56 164
Investice	- 2 480	- 2 066	- 2 479	-40 214	171	-12 371
FCF	14 722	28 167	45 941	-40 806	135 543	-17 668

### 8.3 Ukazatele rentability

Rentabilita hodnotí výnosnost vloženého kapitálu a je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a zároveň ukazuje, jak úspěšné bylo rozhodování podnikového managementu.

Tab. 6 „Ukazatele rentability společnosti PAPCEL, a. s.“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita VK	3,58%	5,72%	5,97%	14,80%	31,33%	21,01%
Rentabilita celkového kapitálu	2,59%	3,40%	2,56%	6,11%	9,37%	7,19%
Rentabilita tržeb	2,13%	2,43%	1,55%	3,90%	7,33%	4,65%
Rentabilita úplatného kapitálu	6,36%	6,39%	7,45%	17,14%	32,80%	17,44%
Rentabilita nákladů	2,75%	3,10%	2,32%	5,53%	10,59%	6,26%
Rentabilita výnosů	2,51%	2,96%	2,21%	5,17%	9,01%	5,70%

Z ukazatelů rentability můžeme hodnotit společnost PAPCEL, a. s. pozitivně. Společnost je schopná efektivně využívat jak vlastní, tak cizí úročený kapitál. Ziskovost vložených prostředků je vyšší než výnosové úroky poskytované bankou, podnik je schopný dosáhnout výdělku z investovaného kapitálu a rentabilita úplatného kapitálu je vyšší než úroková míra z úvěrů. Zisková marže každoročně roste, s výjimkou roku 2008, kdy poklesla o 2,68% a

podnik je trvale ziskový. Rentabilita celkového kapitálu se zahrnutím leasingu v analyzované společnosti dosahuje v roce 2007 9,12%, což je o 0,25% méně. V ostatních letech využívání leasingu nijak neovlivnilo ukazatele rentability.

## 8.4 Shrnutí klasických ukazatelů a ukazatelů finanční analýzy

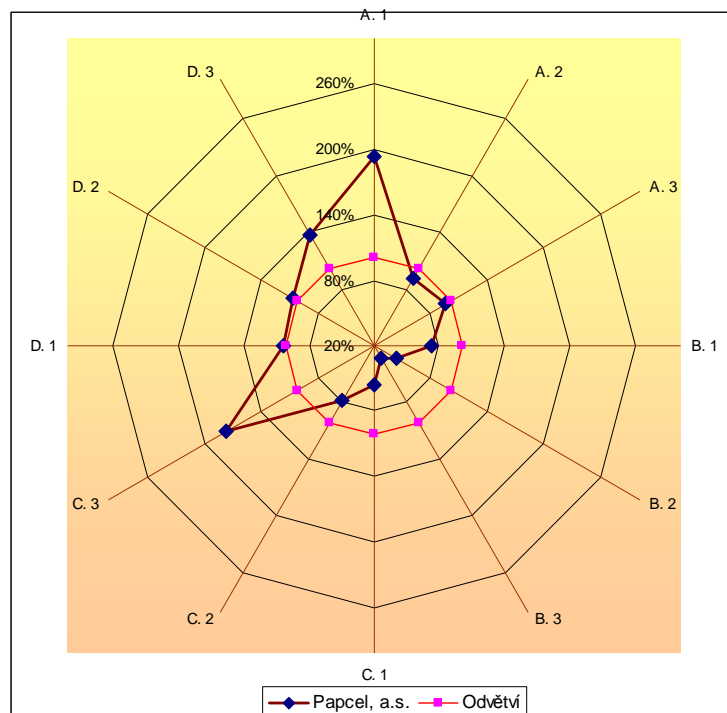
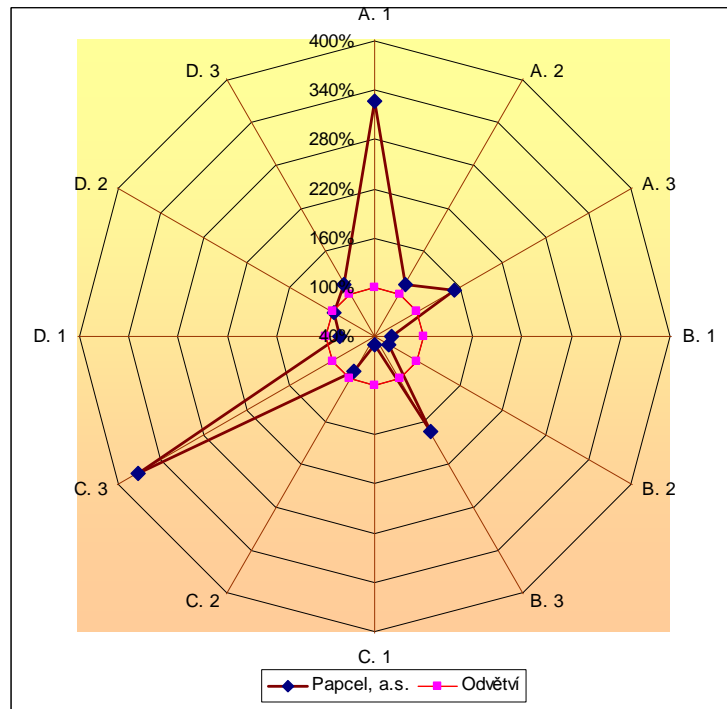
### 8.4.1 Porovnání vybraných poměrových ukazatelů společnosti PAPCEL, a. s. a odvětví v roce 2007 a 2008

Tab. 7. „Porovnání vybraných ukazatelů v roce 2007“

		Papcel, a.s.	Odvětví
Rentabilita	A. 1 Rentabilita vlastního kapitálu	31,33%	9,63%
	A. 2 Rentabilita aktiv	9,37%	8,31%
	A. 3 Rentabilita výnosů	9,01%	5,92%
Likvidita	B. 1 Běžná likvidita	1,09	1,79
	B. 2 Pohotová likvidita	0,64	1,10
	B. 3 Hotovostní likvidita	0,26	0,15
Zadluženost	C. 1 Vlastní kapitál/Aktiva	21,73%	43,18%
	C. 2 Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	1,14	1,27
	C. 3 Úrokové krytí	31,86	8,59
Aktivita	D. 1 Obratovost aktiv	0,95	1,16
	D. 2 Obratovost pohledávek	4,15	4,27
	D. 3 Obratovost závazků	3,91	3,48

Tab. 8. „Porovnání vybraných ukazatelů v roce 2008“

		Papcel, a.s.	Odvětví
Rentabilita	A. 1 Rentabilita vlastního kapitálu	21,01%	10,90%
	A. 2 Rentabilita aktiv	7,19%	8,01%
	A. 3 Rentabilita výnosů	5,70%	5,95%
Likvidita	B. 1 Běžná likvidita	0,99	1,36
	B. 2 Pohotová likvidita	0,42	0,99
	B. 3 Hotovostní likvidita	0,08	0,24
Zadluženost	C. 1 Vlastní kapitál/Aktiva	24,33%	43,22%
	C. 2 Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	0,99	1,27
	C. 3 Úrokové krytí	9,66	5,48
Aktivita	D. 1 Obratovost aktiv	1,10	1,07
	D. 2 Obratovost pohledávek	4,46	4,24
	D. 3 Obratovost závazků	5,02	3,69



Obr. 7 „Porovnání společnosti PAPCEL, a.s. s odvětvím v roce 2007 a 2008“ [vlastní tvorba]

Z obrázku 7 můžeme vidět, že největší problém má analyzovaná společnost v porovnání s odvětvím v ukazatelích běžné a pohotové likvidity. Společnost také vykazuje větší zadluženost a nižší rentabilitu aktiv. Naopak lépe je na tom v případě obratovosti

pohledávek, závazků, rentability vlastního kapitálu a úrokového krytí, což svědčí o finanční stabilitě společnosti.

#### **8.4.2 Shrnutí finanční analýzy společnosti PAPCEL, a. s.**

V příloze P I je podrobně zpracována finanční analýza podniku PAPCEL, a. s. a její srovnání s odvětvím.

Z analýzy absolutních ukazatelů majetkové a finanční struktury podniku je zřejmý kolísavý trend poměru stálých a oběžných aktiv na celkových aktivech podniku. Do roku 2004 převažuje podíl stálých aktiv (60%) nad aktivity oběžnými (40%). Růst zakázkové náplně od roku 2005 s sebou přináší každoroční nárůst oběžných aktiv, která se v roce 2008 dostala až na 70% z celkových aktiv, zatímco stálá aktiva se ustálila na průměrných 30%. Hlavní položkou oběžného majetku jsou zásoby a pohledávky. Z analýzy pasiv jsem zjistila, že podnik disponuje především cizím kapitálem, který každoročně roste a v roce 2008 tvoří 76% z celkových pasiv. Zbylých cca 25% tvoří vlastní kapitál. Cizí zdroje jsou sice levnější, ale jejich neefektivní využití může ohrozit finanční stabilitu podniku. Hlavní položkou cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky (cca 60%).

Analýza výnosů a nákladů naznačuje, že na celkových výnosech se nejvíce podílely tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, což poukazuje na skutečnost, že podnik má především výrobní charakter. S tím souvisí i každoroční růst výkonů. Co se týče nákladů, nejvýznamnější položkou je výkonová spotřeba, která se každoročně zejména vlivem cen vstupů (energie, nerez ocel apod.) zvyšuje a v roce 2008 tvořila 75% celkových nákladů. Osobní náklady tvoří přibližně 20% celkových nákladů. Ostatní náklady se na celkových nákladech podílejí minimálně.

Z rozdílových ukazatelů je důležitý ukazatel čistého pracovního kapitálu, který v analyzované společnosti dosahuje záporných hodnot ve všech sledovaných letech mimo roku 2005 a 2007. Tento nežádoucí stav je ovlivněn především nízkou a rizikovou likviditou ve všech jejích stupních. Společnost nemá dostatek volného kapitálu ke krytí nečekaných událostí, což může vážně ohrozit její finanční stabilitu.

Další částí finanční analýzy jsou poměrové ukazatele. Já jsem se zaměřila na ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity.

Jak už jsem se zmínila, likvidita ve společnosti PAPCEL, a. s. je velice riziková a výsledné hodnoty se odrážejí i v nízkém krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, což

svědčí o podkapitalizaci společnosti a s tím spojenými problémy s udržení dlouhodobé finanční rovnováhy. Dlouhodobá aktiva byla kryta dlouhodobými zdroji pouze v roce 2005, 2007 a 2008. Likvidita je v analyzované společnosti z velké míry ovlivněna růstem krátkodobých přijatých záloh. Tyto zálohy jsou však z hlediska realizace objemných zakázek velice důležité. Pro příklad mohu uvést zakázky Majak a Stedinvest, jejichž realizace trvala déle než 1 rok a platební podmínky zde byly stanoveny v zálohových fakturách, které upřednostňují jak odběratelé, tak i analyzovaná společnost. Problém s přijatými zálohami by se dal vyřešit dílčí fakturací. To však záleží na struktuře jednotlivých kontraktů.

Jak již bylo patrné z analýzy finanční struktury, společnost vykazuje vysokou zadluženost v posledních čtyřech sledovaných letech. Do roku 2005 byla zadluženost přiměřená a srovnatelná s odvětvím. Pozitivní ale je, že podnik je schopen splácet úroky z cizího kapitálu a vytváří si další rezervu pro přijetí případných dalších úvěrů (ukazatel úrokového krytí). Společnost PAPCEL, a. s. sice disponuje především cizím kapitálem, ale využívá ho efektivně. Míra zadlužení, která úzce souvisí s rentabilitou vlastního kapitálu, vypovídá o tom, že zvyšování cizích zdrojů ve společnosti PAPCEL, a. s. by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech sledovaných obdobích.

Vysoký podíl cizího kapitálu velmi příznivě ovlivňuje ukazatele rentability. Zisková marže je každoročně kladná a vyšší než jsou hodnoty v odvětví. Pouze v roce 2008 odvětví vykazovalo vyšší ziskovou marži než analyzovaná společnost. Společnost efektivně využívá jak vlastní, tak cizí úročený kapitál, kdy úroková míra z úvěrů je nižší než rentabilita úplatného kapitálu a ziskovost vložených prostředků je vyšší než výnosové úroky poskytované bankou.

Jak společnost využívá svůj majetek, nám ukazují ukazatele aktivity, které jsou mimo roku 2003 těsně nad doporučenou hodnotou 1, což vzhledem k objemu a délce realizace zakázek můžeme hodnotit pozitivně. Platební podmínky jsou jak ze strany odběratelů, tak i ze strany společnosti, celkem dodržovány. To nám ukazují ukazatele doby obratu pohledávek a závazků.

Zajímavým doplněním finanční analýzy jsou i ostatní ukazatele. Zde jsem došla k závěru, že přidaná hodnota na zaměstnance každoročně roste, stejně jako rostou tržby na jednoho zaměstnance. V roce 2008 došlo k mírnému poklesu vlivem již zmíněných výše uvedených skutečností. S tím také souvisí i rostoucí osobní a mzdové náklady na zaměstnance.



Vhodné je využít i souhrnné ukazatele. Já jsem se zaměřila na Altmanův bankrotní model a index důvěryhodnosti IN 01. Dle Altmanova bankrotního modelu se podnik dostává do intervalu charakterizující podniky s velmi silnými finančními problémy a to zejména vlivem rizikové likvidity. Rok 2004 a 2006 vychází o něco lépe a podnik se dostává do intervalu tzv. šedé zóny. Do této šedé zóny se podnik dostává ve všech sledovaných letech v případě použití indexu důvěryhodnosti. Pozitivní je hodnota v roce 2007, kdy společnost podle tohoto modelu tvoří hodnotu.

Z DuPontového rozboru poměrového ukazatele ROE je patrné, že se společnosti PAPCEL, a. s. dařilo každoročně zhodnocovat vlastní kapitál, a že zvýšení zadluženosti má pozitivní vliv na celkové ROE.

## 9 MODERNÍ UKAZATELE HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU PAPCEL, A. S.

### 9.1 Hodnocení výkonnosti podniku dle ukazatele EVA

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty jsem využila účetní výkazy společnosti PAPCEL, a. s., které jsem upravila o následující úpravy.

#### 9.1.1 Vymezení NOA

Vymezení NOA představuje velikost investovaného kapitálu, který dostaneme z rozvahy. Já jsem vycházela z aktiv rozvahy. Aktivovala jsem položky, které nejsou v rozvaze uvedeny, ale podnik je využívá ke své hlavní výdělečné činnosti (leasing, náklady na reklamu a vzdělávání zaměstnanců). Společnost PAPCEL, a. s. neměla žádné tiché rezervy, goodwill společnost nevyčísluje a informace o tržních cenách u DM nejsou k dispozici, proto tyto položky nejsou v rozvaze zohledněny. Dále jsem vyloučila neoperativní aktiva (nedokončené investice). Společnost se potýká s rizikovou likviditou, proto nejsou žádné úpravy v krátkodobém finančním majetku. Dlouhodobý finanční majetek jsou akcie v dceřinné společnosti v Rusku a souvisí s hlavní činností podniku, proto jsem je ponechala v rozvaze. Společnost využívá veškerých svých pozemků a budov k hlavní činnosti a nemá žádné nepotřebné zásoby, proto jsem zde neprovedla žádnou úpravu. Aktiva jsem snížila o neúročený cizí kapitál.

Tab. 9 „Současná hodnota leasingových splátek“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktivace leasingu	4 890	5 115	3 510	10 780	20 855	13 660

Společnost PAPCEL, a. s. využívá finančního pronájmu, který v rozvaze není uveden, proto jsem aktivovala současnou hodnotu leasingových splátek do DHM a současně do dlouhodobých cizích zdrojů.

Tab. 10 „Vývoj nákladů na reklamu a vzdělávání zaměstnanců [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady na reklamu, vzdělávání zaměstnanců	2 028	2 461	2 464	3 098	2 020	2 382
Odhadnutý odpis	507	615	616	774	505	596

Analyzovaná společnost každoročně investuje do vzdělávání zaměstnanců a do propagace a reklamy. Tyto náklady jsou však náklady s dlouhodobými účinky a představují pro podnik investice, proto by měly být zařazeny do DNM a měly by být také odepisovány. Odpisy jsem stanovila na základě metodiky odepisování společnosti PAPCEL, a. s., která stanovuje odpisy DNM po dobu 4let.

*Tab. 11 „Vývoj nedokončených investic“ [vlastní tvorba]*

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nedokončené investice	385	0	352	2 509	3 117	3 114

Nedokončené investice (viz. Tab.11) patří mezi neoperativní aktiva, protože se nepodílí na současných výsledcích podniku.

*Tab. 12 „Vývoj neúročených cizích zdrojů“ [vlastní tvorba]*

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dlouhodobé závazky neúročené	7 576	7 300	8 017	9 071	7 540	8 633
Krátkodobé závazky	117 353	86 726	256 754	266 313	499 934	327 082
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	77	0	0
Neúročené cizí zdroje celkem	124 929	94 026	264 771	275 461	507 474	335 715

V případě společnosti PAPCEL, a. s. jsem vyřadila jako neúročené cizí zdroje krátkodobé závazky a dlouhodobé závazky v podobě odloženého daňového závazku.

*Tab. 13 „Vymezení NOA-aktivní část rozvahy“ [vlastní tvorba]*

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>158 340</b>	<b>155 192</b>	<b>149 716</b>	<b>189 193</b>	<b>190 931</b>	<b>176 071</b>
DNM	2 839	3 435	3 264	4 306	2 758	10 106
DHM	155 279	151 535	146 230	184 665	187 951	165 743
DFM	222	222	222	222	222	222
<b>ČPK</b>	<b>-22 649</b>	<b>2 108</b>	<b>26 350</b>	<b>3 538</b>	<b>79 581</b>	<b>93 140</b>
Zásoby	70 821	62 925	129 036	169 464	237 529	240 207
Pohledávky	26 294	29 677	109 472	75 484	201 399	149 026
Krátkodobý finanční majetek	4 204	2 422	50 317	22 230	139 461	32 932
Časové rozlišení	961	1 110	2 296	11 821	8 666	6 690
Neúročené závazky	124 929	94 026	264 771	275 461	507 474	335 715
<b>NOA</b>	<b>135 691</b>	<b>157 300</b>	<b>176 066</b>	<b>192 731</b>	<b>270 512</b>	<b>269 211</b>

Jednotlivé výše popsané úpravy jsem shrnula v Tab.12. DNM jsem navýšila o náklady na reklamu a vzdělávání zaměstnanců. DHM jsem snížila o částky nedokončených investic a vyčlenila neúročené cizí zdroje.

### 9.1.2 Vymezení NOPAT

Po vymezení velikosti investovaného kapitálu (NOA) musíme vymežit zisk společnosti neboli NOPAT. Vycházela jsem z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním, ke kterému jsem přičetla placené nákladové úroky jak bankovních úvěrů tak i leasingových splátek (Tab. 14). Tímto jsem je vyloučila z finančních nákladů tak, aby nebyly při výpočtu EVA zahrnuty dvakrát (v WACC a v NOPAT).

Tab. 14 „Vývoj nákladových úroků“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nákladové úroky-úvěry	638	686	913	1 832	2 163	4 506
Nákladové úroky-leasing	275	309	168	337	728	488

Tab. 15 „Vývoj VH z prodeje DM“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vývoj VH z prodeje DM	-106	1 008	-3	639	403	95

Dále jsem vyloučila VH z prodeje dlouhodobého majetku jako mimořádnou položku. Jiné mimořádné položky v případě společnosti PAPCEL, a. s. jsem neshledala.

Tab. 16 „Vymezení NOPAT“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
VH z běžné činnosti -původní	<b>5 948</b>	<b>7 600</b>	<b>10 212</b>	<b>26 074</b>	<b>68 919</b>	<b>39 002</b>
VH z běžné činnosti -po úpravách	5 446	5 741	9 448	25 280	69 892	42 115
Rozdíl	-502	-1 859	-764	-794	973	3 113
Původně placená daň	1 867	952	3 212	6 553	15 884	8 088
Dodatečně vypočítaná daň	-156	-576	-237	-246	302	965
<b>NOPAT</b>	<b>3 423</b>	<b>4 213</b>	<b>5 999</b>	<b>18 481</b>	<b>54 310</b>	<b>34 992</b>

V Tab. 16 jsem vymežila NOPAT analyzované společnosti. VH z běžné činnosti byl upraven o náklady na vzdělávání zaměstnanců a náklady na reklamu a s tím souvisejícími odpisy. Dále jsem odečetla VH z prodeje dlouhodobého majetku, vypočítala dodatečnou daň a o tu upravila původně placenou daň .

Na základě těchto úprav jsem upravila i pasivní část rozvahy tak, aby bylo zachováno bilanční pravidlo (viz. Tab. 17)

Tab. 17 „Vymezení NOA-pasivní část rozvahy“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>126 163</b>	<b>138 660</b>	<b>140 576</b>	<b>161 859</b>	<b>201 983</b>	<b>153 318</b>
Základní kapitál	98 960	98 960	98 960	98 960	98 960	98 960
Kapitálové fondy	222	240	256	239	247	258
Rezervní fondy	1 100	1 304	1 636	1 986	2 979	9 899
VH minulých let	9 494	8 971	9 469	11 190	14 061	7 141
VH účetního období	4 081	6 648	7 001	19 521	53 035	30 914
Ekvivalenty VK	12 306	22 537	23 254	29 963	32 701	6 146
<b>Cizí zdroje</b>	<b>9 528</b>	<b>18 640</b>	<b>35 490</b>	<b>30 872</b>	<b>68 282</b>	<b>115 893</b>
Bankovní úvěry	4 638	13 525	31 980	20 092	47 427	102 233
Leasing	4 890	5 115	3 510	10 780	20 855	13 660
<b>Kapitál celkem</b>	<b>135 691</b>	<b>157 300</b>	<b>176 066</b>	<b>192 731</b>	<b>270 265</b>	<b>269 211</b>

Zde je nejdůležitější novou položkou ekvivalenty VK a hodnoty leasingových splátek v cizích zdrojích.

### 9.1.3 Výpočet WACC

Pro výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál musíme zjistit náklady na vlastní a cizí kapitál. Níže jsem uvedla různé způsoby výpočtu nákladů na vlastní a cizí kapitál.

#### 1/ Stanovení nákladů na vlastní kapitál

##### Model CAPM

Tab. 18 „Výpočet nákladů na VK pomocí CAPM“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková sazba	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
Beta - nezadlužená	0,59	0,60	0,65	0,81	1,01	0,94
Beta - zadlužená	1,09	1,07	1,95	2,32	3,68	3,56
Riziková prémie	6,02%	6,04%	5,70%	5,96%	5,96%	6,32%
re	10,69%	11,29%	14,67%	17,62%	26,22%	27,03%

V Tab. 18 je uveden výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM a vztahu (35). Bezriziková sazba je stanovena dle MPO ČR. Beta koeficient pro nezadlužený podnik a riziková prémie jsou odhadnuty podle Damodarana. Beta koeficient pro zadlužený podnik jsem spočítala podle vztahu (36) uvedeného v kapitole 4.3.1. [27,28]

#### Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál

Tab. 19 „Odvození nákladů na VK z nákladů na CK“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Úroková sazba BÚ	10,66%	7,55%	4,01%	5,83%	5,53%	6,02%
Přirážka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
re	13,16%	10,05%	6,51%	8,33%	8,03%	8,52%

Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál je dalším možným způsobem stanovení nákladů na vlastní kapitál vycházející ze skutečnosti, že náklady na vlastní kapitál jsou dražší než náklady na cizí kapitál. Pro analyzovaný podnik jsem vycházela z úrokové sazby průměrného stavu bankovních úvěrů a stanovila přirážku 2,50%.

### Odvození nákladů na vlastní kapitál z průměrné rentability odvětví

Tab. 20 „Odvození N VK pomocí průměrné rentability v odvětví“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita v odvětví	1,69%	4,59%	6,62%	10,80%	10,26%	10,90%

Stanovení nákladů na vlastní kapitál z průměrné rentability odvětví je nejjednodušší metoda, která však v praxi není příliš doporučována vzhledem k časté „daňové optimalizaci“. Průměrnou rentabilitu v odvětví jsem zjistila z dat MPO ČR. [28]

### Dividendový model

Dividendový model v případě společnosti PAPCEL, a. s. nelze využít, protože tato společnost není veřejně obchodovatelná a tedy není známa její tržní hodnota.

### Stavebnicový model

Tab. 21 „Výpočet nákladů pomocí stavebnicového modelu využívané MPO ČR“

[vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková sazba	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
$r_{LA}$	4,94%	4,90%	4,83%	4,79%	6,91%	4,44%
$r_{Podnikatelské}$	4,09%	2,93%	3,29%	3,33%	2,60%	3,46%
$r_{FinStab}$	10,00%	10,00%	8,11%	10,00%	8,23%	10,00%
$r_{finstr}$	0,56%	2,12%	4,85%	4,08%	4,54%	10,00%
re	23,71%	24,75%	24,61%	25,97%	26,56%	32,45%

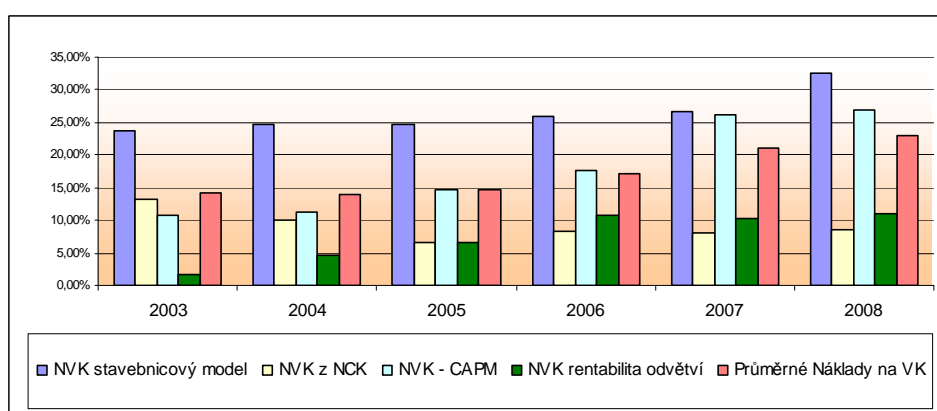
Stavebnicový model je využíván při výpočtu ukazatele EVA podle účetního modelu. Náklady vlastního kapitálu podle stavebnicového modelu jsem počítala dle MPO ČR a detailněji je popsán v kapitole 4.3.2

### Průměrné náklady vlastního kapitálu

Tab. 22 „Průměrné náklady vlastního kapitálu“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	váhy
NVK stavebnicový model	23,71%	24,75%	24,61%	25,97%	26,56%	32,45%	25,00%
NVK z NCK	13,16%	10,05%	6,51%	8,33%	8,03%	8,52%	25,00%
NVK - CAPM	10,69%	11,29%	14,67%	17,62%	26,22%	27,03%	45,00%
NVK rentabilita odvětví	1,69%	4,59%	6,62%	10,80%	10,26%	10,90%	5,00%
Průměrné Náklady na VK	14,11%	14,01%	14,71%	17,05%	20,96%	22,95%	100,00%

Vzhledem k tomu, že žádný z uvedených modelů neudává jednoznačný výsledek a výsledné hodnoty jsou značně odlišné, stanovila jsem jednotlivým modelům váhy a počítala průměrné náklady vlastního kapitálu.



[vlastní tvorba]

Obr. 8 „porovnání nákladů na vlastní kapitál dle různých metod“

Výsledné hodnoty ukazují, že společnost má značně vysoké náklady na vlastní kapitál, které jsou především způsobeny rizikovou likviditou. Nejpřesnější jsou hodnoty nákladů na vlastní kapitál vypočítány dle modelu CAPM, stavebnicového modelu a průměrné náklady vlastního kapitálu.

### 1/ Stanovení nákladů na cizí kapitál

Analyzovaná společnost využívá bankovní úvěry a finanční pronájem (leasing), z čehož musí platit úroky. Odhadnuté úrokové sazby na základě stavu průměrných bankovních úvěrů a stavu BÚ na konci roku jsou uvedeny v Tab. 23. Úrokové sazby průměrného stavu BÚ jsem využila i k dalším výpočtům, protože si myslím, že vypovídají nejlépe o reálné situaci ve společnosti. V dalším modelu jsou již odhadnuté úrokové sazby značně ovlivněny výborným Ratingem společnosti.

Tab. 23 „Stanovení nákladů na BÚ“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Stav BÚ na konci roku	4 638	13 525	31 980	30 869	47 427	102 233
Průměrný stav BÚ	5 983	9 082	22 752	31 424	39 148	74 830
Nákladové úroky	638	686	913	1 832	2 163	4 506
Úroková sazba - stav BÚ na konci roku	13,76%	5,07%	2,85%	5,93%	4,56%	4,41%
Úroková sazba - průměrný stav BÚ	10,66%	7,55%	4,01%	5,83%	5,53%	6,02%

Pro další způsob výpočtu jsem využila tržní data (Tab. 24), kde se vychází z bezrizikové sazby, Ratingu a rizikové přírážky. Dle tohoto výpočtu jsou odhadnuté úrokové sazby nižší než u výše uvedeného modelu a to především díky výbornému Ratingu společnosti. Tyto odhadnuté úrokové sazby jsem využila při stanovení alternativního nákladu na leasing.

Tab. 24 „Stanovení nákladů na BÚ založen na tržních datech“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková sazba	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
EBIT/NÚ	6,40	11,08	11,19	14,23	31,86	9,66
Rating	A	AA	AA	AAA	AAA	AA
Riziková přírážka	0,85%	0,50%	0,50%	0,35%	0,35%	0,50%
Odhadnutá úroková sazba BÚ	4,97%	5,30%	4,03%	4,12%	4,63%	5,05%

Na základě odhadnutých úrokových sazeb BÚ jsem stanovila náklady na bankovní úvěry a na leasing, které jsou uvedeny v Tab. 25, 26.

Tab. 25 „Náklady na BÚ“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Odhadnutá úroková sazba BÚ	10,66%	7,55%	4,01%	5,83%	5,53%	6,02%
Náklady na BÚ	7,36%	5,44%	2,97%	4,43%	4,20%	4,76%

Tab. 26 „Náklady na leasing“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Odhadnutá úroková sazba leasingu	4,97%	5,30%	4,03%	4,12%	4,63%	5,05%
Náklady na leasing	3,43%	3,82%	2,98%	3,13%	3,52%	3,99%

Dále jsem vypočítala průměrné náklady dluhu (Tab. 27), které potřebuji k výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál.



Tab. 27 „Průměrné náklady dluhu“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bankovní úvěry	4 638	13 525	31 980	30 869	47 427	102 233
Leasing	4 890	5 115	3 510	10 780	20 855	13 660
Náklady na BÚ	7,36%	5,44%	2,97%	4,43%	4,20%	4,76%
Náklady na leasing	3,43%	3,82%	2,98%	3,13%	3,52%	3,99%
Průměrné náklady dluhu	5,34%	4,99%	2,97%	4,09%	3,99%	4,67%

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál je uveden v Tab. 28. Pro tento výpočet jsem využila náklady vlastního kapitálu spočítané podle modelu CAPM, který je, dle mého názoru, pro analyzovanou společnost nejpřesnější. Dále jsem pro srovnání uvedla vážené průměrné náklady kapitálu s využitím nákladů vlastního kapitálu podle dalších metod.

Tab. 28 „Vážené průměrné náklady kapitálu“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady CK	5,34%	4,99%	2,97%	4,09%	3,99%	4,67%
Náklady VK - CAPM	10,69%	11,29%	14,67%	17,62%	26,22%	27,03%
CK/C	55,19%	52,36%	73,04%	70,96%	77,67%	75,67%
VK/C	44,81%	47,64%	26,96%	28,87%	22,33%	24,33%
WACC	7,74%	7,99%	6,12%	7,99%	8,95%	10,11%

Tab. 29 „Srovnání WACC dle různých metod stanovení NVK“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WACC (NVK stavebnicový model)	13,57%	14,41%	8,80%	10,40%	8,90%	11,43%
WACC (NVK z NCK)	8,85%	7,40%	3,93%	5,31%	4,77%	5,61%
WACC (NVK - CAPM)	7,74%	7,99%	6,12%	7,99%	8,83%	10,11%
WACC (NVK rentabilita odvětví)	3,71%	4,80%	3,95%	6,02%	5,27%	6,19%
WACC (NVK průměrné)	9,27%	9,29%	6,14%	7,83%	7,78%	9,12%

Vážené průměrné náklady na kapitál WACC jsou v analyzované společnosti přiměřené a srovnatelné s odvětvím. Výsledné hodnoty jsou ovlivněny především vysokými náklady na vlastní kapitál. Vážené průměrné náklady kapitálu s využitím stavebnicového modelu výpočtu nákladů na vlastní kapitál dosahují nejvyšších hodnot (8% - 15%) a to především díky vysoké příirážce za likviditu podniku. Nejnížší náklady na kapitál jsou s využitím průměrné rentability odvětví a odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál (3% - 9%). WACC s využitím průměrných nákladů na vlastní kapitál jsou zhruba stejné jako WACC s využitím nákladů na vlastní kapitál dle CAPM (6% - 10%) a jsou pro analyzovaný podnik nejpřesnější.

### 9.1.4 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Po vymezení NOA, NOPAT a WACC mohou spočítat ekonomickou přidanou hodnotu podle vztahu (12) v kapitole 3.1. Ukazatel EVA jsem spočítala pro srovnání s využitím WACC dle různých metod stanovení nákladů na vlastní kapitál (viz. Tab. 30).

Tab. 30 „Vývoj ekonomické přidané hodnoty v tis.Kč“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOA	135 691	157 300	176 066	192 731	270 512	269 211
NOPAT	3 423	4 213	5 999	18 481	54 310	34 992
WACC (NVK_CAPM)	7,74%	7,99%	6,12%	7,99%	8,83%	10,11%
<b>EVA</b>	<b>-7 075</b>	<b>-8 362</b>	<b>-4 782</b>	<b>3 076</b>	<b>30 427</b>	<b>7 775</b>

Tab. 31 „Vývoj EVA dle různých WACC“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EVA (průměrné NVK)	-9 157	-10 400	-4 804	4 568	32 000	8 452
EVA (NVK stavebnicový model)	-14 994	-18 448	-9 502	-1 569	30 222	4 221
EVA (NVK z NCK)	-7 636	-6 342	87	9 418	40 150	17 895
EVA (NVK rentabilita odvětví)	-1 605	-3 340	-964	6 872	40 066	18 328
EVA (NVK- CAPM)	-7 075	-8 362	-4 782	3 076	30 427	7 775

Ekonomická přidaná hodnota je v prvních třech sledovaných letech záporná. To znamená, že společnost netvoří hodnotu pro své vlastníky. Pozitivně však můžu hodnotit snížení záporné hodnoty v roce 2005. V roce 2005 je EVA kladná pouze s využitím WACC vypočítaného s náklady vlastního kapitálu odvozenými z nákladů na cizí kapitál, což však není nejvhodnější a nejpresnější způsob výpočtu NVK, proto bych tyto hodnoty nebrala příliš v úvahu. V roce 2006 dochází ke zlomu a společnost začíná tvořit hodnotu pro své vlastníky s výjimkou EVY dle stavebnicového modelu, ovlivněného špatnou likviditou podniku. V roce 2007 dochází k výraznému nárůstu hodnoty EVA v porovnání s rokem 2006.

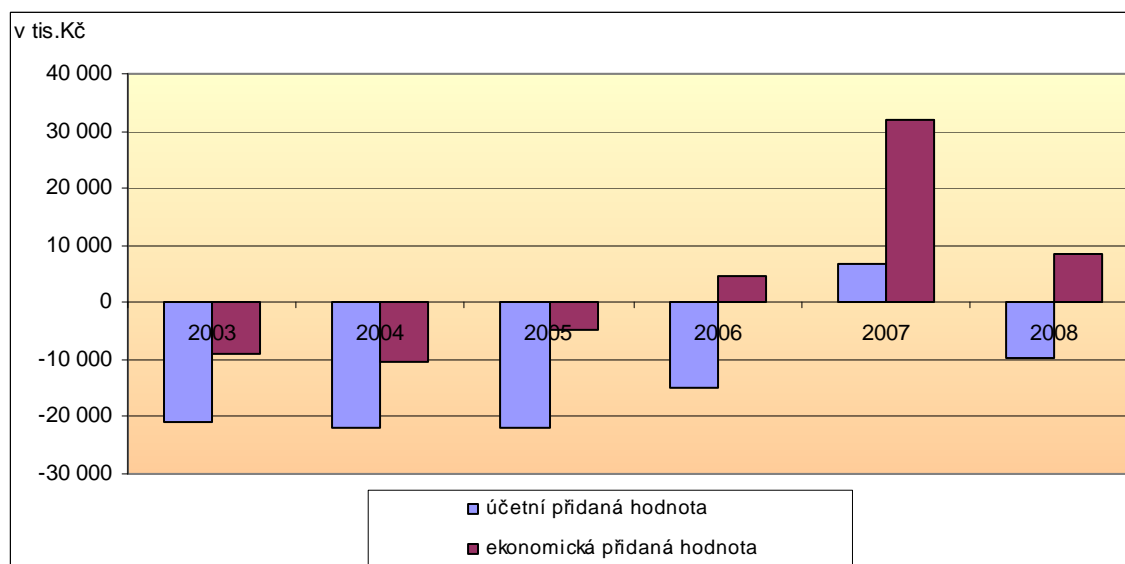
### 9.1.5 Výpočet účetní přidané hodnoty

Účetní přidanou hodnotu jsem počítala dle metodiky MPO ČR. V porovnání s ekonomickou přidanou hodnotou jsou výsledné hodnoty horší ve všech sledovaných letech, v roce 2006 dokonce vychází EVA záporně. Rozdíl výpočtu je, že účetní hodnota je počítaná z neupravených účetních výkazů a náklady na vlastní kapitál počítány podle stavebnicové metody. Ekonomická přidaná hodnota počítaná s využitím nákladů na vlastní kapitál podle stavebnicové metody vychází v roce 2006 taky záporná, přesto jsou výsledné

hodnoty zcela odlišné (rozdíl 19 363 tis. Kč). Vysoké náklady vlastního kapitálu v roce 2008 (32,45%) jsou způsobeny poklesem vlastního kapitálu v důsledku vyplacení vysoké dividendy (52 923 tis.Kč) jedinému akcionáři společnosti z poměrně vysokého zisku v roce 2007. Rozhodnutí valné hromady společnosti o vyplacení vysokého podílu na vlastním kapitálu souviselo se změnou vlastníka společnosti PAPCEL, a. s. Vyplacené podíly snížily hodnotu vlastního kapitálu a tyto chybějící zdroje byly nahrazeny formou úvěrů, tzn. navýšením cizích zdrojů. Výsledný poměr vlastního a cizího kapitálu negativně ovlivnil zadluženost společnosti a tím i náklady na vlastní kapitál.

Tab. 32 „Vývoj účetní přidané hodnoty“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková sazba	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
$r_{LA}$	4,94%	4,90%	4,83%	4,79%	6,91%	4,44%
$r_{Podnikatelské}$	4,09%	2,93%	3,29%	3,33%	2,60%	3,46%
$r_{FinStab}$	10,00%	10,00%	8,11%	10,00%	8,23%	10,00%
WACC	23,15%	22,63%	19,76%	21,89%	22,02%	22,45%
re	21,92%	24,84%	24,57%	25,96%	27,22%	32,45%
ROE	3,69%	5,79%	5,99%	14,74%	31,21%	25,89%
VK	113 857	116 123	117 322	131 896	169 282	147 172
EVA ( v tis.Kč)	-20 755	-22 122	-21 799	-14 795	6 754	-9 654



Obr. 9 „Porovnání ekonomické a účetní přidané hodnoty v letech 2003-2008“ [vlastní tvorba]

### 9.1.6 Relativní ukazatele EVA

Jelikož ekonomickou přidanou hodnotu nemůžeme využít pro srovnání s ostatními podniky, protože je to hodnota absolutní, máme k dispozici ukazatele relativní, které jsou vyjádřené procentuálně a tudíž vhodné pro mezipodnikové srovnávání.

#### Relativní EVA

Relativní EVA udává, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku a je možné dle tohoto ukazatele srovnávat podniky s různou pracovní a kapitálovou intenzitou.

Tab. 33 „Relativní EVA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EVA	-8 214	-9 311	-3 805	4 568	32 000	10 238
Osobní náklady	61 914	70 400	80 696	111 315	134 279	139 478
WACC (NVK průměrné)	3,71%	4,80%	3,95%	6,02%	5,27%	6,19%
NOA	135 691	157 300	176 066	192 731	270 512	269 211
<b>Relativní EVA</b>	<b>-12,27%</b>	<b>-11,94%</b>	<b>-4,34%</b>	<b>3,72%</b>	<b>21,54%</b>	<b>6,56%</b>

Výsledné hodnoty relativní EVA jsou v prvních třech sledovaných letech záporné jako v případě ekonomické přidané hodnoty. V roce 2006 a 2007 je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku kladný a má rostoucí tendenci.

#### Hodnotové rozpětí

Hodnotové rozpětí je vhodný ukazatel pro měření výnosnosti kapitálu, je upravený o riziko, má lepší vypovídající schopnost a využívá se pro srovnávání podniků s různou rizikovostí, velikostí, kapitálovou strukturou apod.

Tab. 34 „Hodnotové rozpětí v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EVA	-8 214	-9 311	-3 805	4 568	32 000	10 238
NOA	135 691	157 300	176 066	192 731	270 512	269 211
<b>Hodnotové rozpětí</b>	<b>-6,05%</b>	<b>-5,92%</b>	<b>-2,16%</b>	<b>2,37%</b>	<b>11,83%</b>	<b>3,80%</b>

V analyzované společnosti je vývoj hodnotového rozpětí zhruba stejný jako vývoj EVA v absolutní hodnotě.

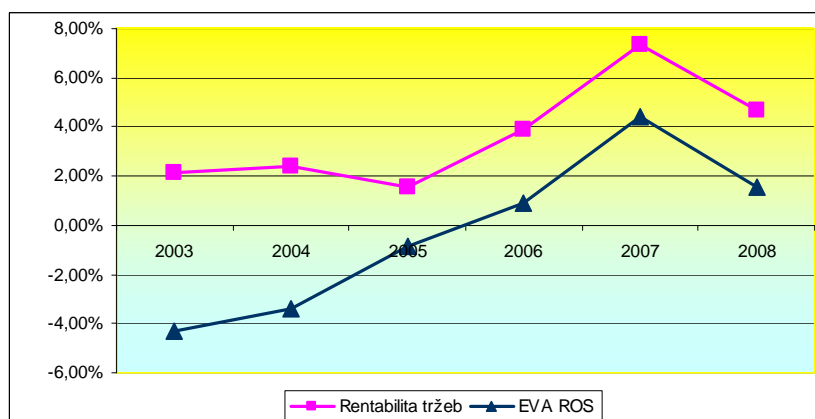
#### EVA – ROS

Při výpočtu rentability tržeb (EVA-ROS) vycházíme z provozního výsledku hospodaření (NOPAT), což je hlavní rozdíl oproti klasickému ukazateli rentability tržeb vycházejícímu z čistého zisku.

Tab. 35 „EVA ROS v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EVA	-8 214	-9 311	-3 805	4 568	32 000	10 238
Obrat	191 606	273 420	450 471	500 846	723 906	665 179
<b>EVA ROS</b>	<b>-4,29%</b>	<b>-3,41%</b>	<b>-0,84%</b>	<b>0,91%</b>	<b>4,42%</b>	<b>1,54%</b>

V porovnání s rentabilitou tržeb vycházejících z čistého zisku je zde patrný rozdíl. Provozní zisková marže je v prvních třech sledovaných letech na rozdíl od „klasické“ ziskové marže záporná, což svědčí o situaci, že společnost nebyla schopná tvořit zisk. Podstatná je však skutečnost, že ukazatel v časové řadě vykazuje rostoucí tendenci (mimo roku 2008) a od roku 2006 podnik vykazuje kladnou ziskovou marži.



Obr. 10 „Vývoj ziskových marží“ [vlastní tvorba]

Z obrázku 10 je patrný rozdíl ve vývoji ziskových marží z hlediska klasického ukazatele rentability tržeb a moderního ukazatele EVA ROS. Tyto hodnoty naznačují, jak může být výkonnost podniku posuzovaná pouze z hlediska klasických ukazatelů zavádějící.

## 9.2 Rentabilita čistých aktiv – RONA

Rentabilita čistých operativních aktiv se vypočítá podle vzorce (15) uvedeného v kapitole 3.1.2 a vychází ze stejných komponentů jako ekonomická přidaná hodnota. Na rozdíl od ekonomické přidané hodnoty nebere v úvahu náklady kapitálu. Vývoj rentability čistých operativních aktiv pro analyzovaný podnik je uveden v Tab. 36.

V případě hodnocení výkonnosti podniku podle ukazatele RONA jako ukazatele rentability je zřejmý z výsledných hodnot rostoucí trend RONY do roku 2007. V roce 2008 došlo ke snížení výsledné hodnoty o 7,08%, přesto je však tento výsledek nejlepší v porovnání s roky 2003-2006. Tato skutečnost svědčí o zlepšující se výkonnosti podniku.

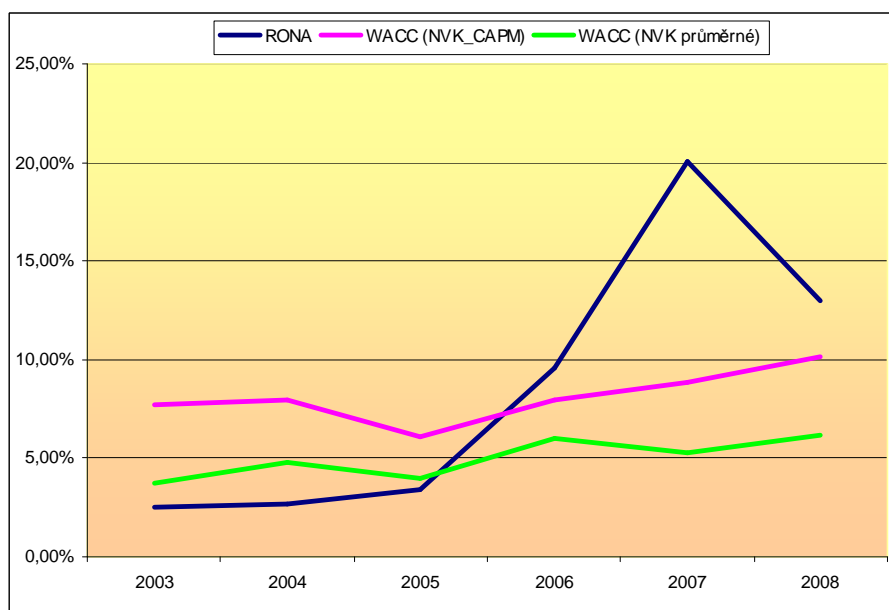
Tab. 36 „ Vývoj rentability čistých aktiv“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPAT	3 423	4 213	5 999	18 481	54 310	34 992
NOA	135 691	157 300	176 066	192 731	270 512	269 211
<b>RONA</b>	<b>2,52%</b>	<b>2,68%</b>	<b>3,41%</b>	<b>9,59%</b>	<b>20,08%</b>	<b>13,00%</b>

Pro hodnocení výkonnosti je vhodnější porovnat výsledné hodnoty RONA s váženými průměrnými náklady kapitálu. Podnik je úspěšný v případě, že  $RONA > WACC$ , pak je i kladná EVA. Podnik PAPCEL, a.s. můžeme hodnotit pozitivně od roku 2006, kdy WACC jsou nižší než RONA, zejména pak rok 2007 kdy RONA převyšuje WACC o více jak 10%. Do roku 2006 nemůže být podnik podle tohoto ukazatele hodnocen úspěšně, o čemž svědčí i skutečnost, že je EVA v těchto letech záporná. (viz. Tab. 37 a Obrázek 11).

Tab. 37 „Porovnání RONA a WACC“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RONA	2,52%	2,68%	3,41%	9,59%	20,08%	13,00%
WACC (NVK_CAPM)	7,74%	7,99%	6,12%	7,99%	8,83%	10,11%
WACC (NVK průměrné)	3,71%	4,80%	3,95%	6,02%	5,27%	6,19%



Obr. 11 „ Vývoj RONA a WACC“ [vlastní tvorba]

### 9.3 Cash Flow Return on Investment – CFROI

Ukazatel CFROI je jako jeden z mála ukazatelů upraven o inflaci a vychází z teorie vnitřního výnosového procenta. Tento ukazatel je na rozdíl od jiných ukazatelů komplexnější, jeho nevýhodou je však náročnost úprav, které jsou detailněji popsány v kapitole 3.2

#### 9.3.1 Životnost aktiv

Průměrnou životnost aktiv dostaneme jako podíl upravených odepisovaných aktiv a ročních odpisů. Odepisovaná aktiva zahrnují DHM a DNM v brutto hodnotě upravený o položky, které se neodepisují jako pozemky a nedokončený DHM.

Tab. 38 „Upravená odepisovaná aktiva“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DHM brutto	187 343	191 099	199 235	239 986	238 753	242 149
Pozemky	9 572	9 572	9 572	11 199	11 199	11 199
Nedokončený DHM	385	0	352	2 509	3 117	3 114
DNM brutto	2 868	3 537	3 806	4 764	4 916	15 608
Nedokončený DNM	0	0	0	0	0	0
<b>Upravená odepisovaná aktiva</b>	<b>180 254</b>	<b>185 064</b>	<b>193 117</b>	<b>231 042</b>	<b>229 353</b>	<b>243 444</b>

Nyní můžeme vypočítat průměrnou životnost aktiv, která se v podniku PAPCEL, a .s. pohybuje mezi 27 - 36 roky.

Tab. 39 „Průměrná životnost aktiv“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Upravená odepisovaná aktiva	180 254	185 064	193 117	231 042	229 353	243 444
Odpisy	6 621	6 257	5 997	6 368	6 481	7 359
<b>Průměrná životnost aktiv - v letech</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>35</b>	<b>33</b>

#### 9.3.2 Brutto investiční báze

Brutto investiční bázi tvoří odepisovaná a neodepisovaná aktiva, která však musí být upravena. Nejdůležitější úpravy, které jsem provedla, jsou dále popsány a sumarizovány v tabulkách.

#### *Odepisovaná aktiva*

Jedna z nejdůležitějších úprav je úprava o inflaci, tzn. vyjádření aktiv v současné cenové hladině. Jak již bylo uvedeno kapitole 3.2, nejvhodnější pro přepočet na současnou cenovou hladinu jsou známá data o letech pořízení jednotlivých aktiv. Tyto informace jsem však k dispozici neměla, proto jsem pro přepočet využila souhrnný koeficient pro rok 2003 stanovený managementem společnosti a v dalších letech jsem vycházela z tohoto koeficientu a deflátoru HDP pro jednotlivé roky (viz. Tab. 40)

Tab. 40 „Koeficient pro přepočet aktiv“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Deflátor HDP	x	103,40	100,00	102,50	105,40	112,10
	x	1,034	1,000	1,025	1,054	1,121
<b>Koeficient pro přepočet</b>	<b>1,250</b>	<b>1,293</b>	<b>1,293</b>	<b>1,325</b>	<b>1,397</b>	<b>1,566</b>

Následně jsem k odepisovanému DM vyjádřenému v aktuálních cenách přičetla nedokončený DM, který byl nejprve z DM vyřazen, protože se jednalo o majetek, který ještě nebyl odepisován. Tento majetek je vyjádřený v reálné hodnotě, proto není potřeba jej upravovat o inflaci.

Další důležitou položkou, kterou je třeba brát v úvahu, je majetek pořízený na leasing podobně jako u ukazatele EVA. Pro potřeby ukazatele CFROI vyjádřím tento majetek v brutto hodnotě, kterou jsem získala diskontováním budoucích plateb reálnou diskontní mírou na současnou hodnotu. V leasingových platbách je již zohledněna inflace leasingovou společností, proto již nemusíme tuto položku dále upravovat.

Společnost PAPCEL, a. s. nevyčísluje položku goodwillu, proto není goodwill zahrnut do odepisovaných aktiv.

Tab. 41 „Odepisovaná aktiva celkem“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Upravená odepisovaná aktiva	180 254	185 064	193 117	231 042	229 353	243 444
Koeficient pro přepočet	1,250	1,293	1,293	1,325	1,397	1,566
Odepisovaný DM v aktuálních cenách	225 318	239 288	249 700	306 131	320 406	381 233
Nedokončený DM	385	0	352	2 509	3 117	3 114
Leasing brutto	4 890	5 115	3 510	10 780	20 855	13 660
<b>Odepisovaná aktiva celkem</b>	<b>230 593</b>	<b>244 403</b>	<b>253 562</b>	<b>319 420</b>	<b>344 378</b>	<b>398 007</b>

### *Neodepisovaná aktiva*

Neodepisovaná aktiva tvoří čistý pracovní kapitál a pozemky a musí být vyjádřena také v současné cenové hladině. Čistý pracovní kapitál získáme, když monetární aktiva snížíme



o neúročený cizí kapitál. Monetární aktiva uvedena v Tab. 42 jsou složena z dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku, pohledávek a časového rozlišení aktiv.

Tab. 42 „Monetární aktiva“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
DFM	222	222	222	222	222	222
Krátkodobý FM	4 204	2 422	50 317	22 230	139 461	32 932
Pohledávky	26 294	29 677	109 472	75 487	201 399	149 026
Časové rozlišení aktiv	961	1 110	2 296	11 821	8 666	6 690
<b>Monetární aktiva</b>	<b>31 681</b>	<b>33 431</b>	<b>162 307</b>	<b>109 760</b>	<b>349 748</b>	<b>188 870</b>

Neúročené cizí závazky jsou dány veškerými závazky, které společnost eviduje ve své rozvaze, ale nemají charakter dluhu, tzn. nemusí z těchto závazků platit úroky. Jedná se zejména o rezervy, časové rozlišení pasiv a neúročené dlouhodobé a krátkodobé závazky ve formě závazků z obchodního styku, k zaměstnancům, daňové závazky a krátkodobé přijaté zálohy, které v analyzované společnosti tvoří největší část krátkodobých závazků.

Tab. 43 „Vývoj neúročených závazků“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rezervy	10 418	20 076	21 142	17 900	34 045	19 806
Dl. Závazky neúročené	7 576	7 300	8 017	9 071	7 540	8 633
Kr. závazky neúročené	117 598	86 726	256 754	266 313	499 934	327 082
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	777	0	0
<b>Neúročené závazky</b>	<b>135 592</b>	<b>114 102</b>	<b>285 913</b>	<b>294 061</b>	<b>541 519</b>	<b>355 521</b>

Získaná čistá monetární aktiva jsem navýšila o zásoby upravené na současnou cenovou hladinu a dostala čistý pracovní kapitál. Podnik PAPCEL, a. s. oceňuje zásoby váženým aritmetickým průměrem, proto jsem pro přepočítání na současnou cenovou hladinu využila koeficientu z Tab. 40. Součtem čistého pracovního kapitálu a pozemků upravených o inflaci s využitím koeficientu z Tab. 40 jsem získala neodepisovaná aktiva vyjádřená v současné hodnotě.

Tab. 44 „Neodepisovaná aktiva v současných cenách“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Monetární aktiva	31 681	33 431	162 307	109 760	349 748	188 870
Neúročené závazky	135 592	114 102	285 913	294 061	541 519	355 521
Čistá monetární aktiva	-103 911	-80 671	-123 606	-184 301	-191 771	-166 651
Zásoby	88 526	81 362	166 844	224 540	331 828	376 164
ČPK	-15 385	691	43 238	40 239	140 057	209 513
Pozemky	11 965	12 377	12 377	14 839	15 645	17 538
<b>Neodepisovaná aktiva v současné hodnotě</b>	<b>-3 420</b>	<b>13 068</b>	<b>55 614</b>	<b>55 077</b>	<b>155 702</b>	<b>227 051</b>

Ze získaných hodnot odepisovaného a neodepisovaného majetku jsem vypočítala brutto investiční bázi v současné cenové hladině. BIB v analyzované společnosti každoročně roste a to jak díky rostoucím odepisovaným, tak i neodepisovaným aktivům. Největší nárůst neodepisovaných aktiv v roce 2006 byl způsoben růstem zásob a to konkrétně materiálu (69 629 tis. Kč) v důsledku rostoucí zakázkové náplně. Růst odepisovaných aktiv byl ovlivněn zejména růstem nedokončených investic a staveb (výrobní prostory), a s tím související poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek.

Tab. 45 „Neodepisovaná aktiva v současných cenách“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Odepisovaná aktiva	230 593	244 403	253 562	319 420	344 378	398 007
Neodepisovaná aktiva	-3 420	13 068	55 614	55 077	155 702	227 051
<b>BIB</b>	<b>227 173</b>	<b>257 470</b>	<b>309 176</b>	<b>374 497</b>	<b>500 080</b>	<b>625 058</b>

### 9.3.3 Brutto cash flow

Při výpočtu brutto cash flow vycházíme z výsledku hospodaření, který musíme upravit podobně jako u ukazatele EVA, tak abychom vyloučili mimořádné náklady a výnosy. Brutto peněžní toky počítáme nepřímou metodou výpočtu cash flow.

Tab. 46 „Brutto cash flow“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Zisk z běžné činnosti po zdanění	4 081	6 648	7 000	19 521	53 035	30 914
Úroky úvěr	638	686	913	1 832	2 163	4 506
Úroky leasing	275	309	168	337	728	488
Odpisy	6 621	6 257	5 997	6 368	6 481	7 359
VH z prodeje DM *(1-d)	-73	726	-2	486	306	75
Zisk z držby peněz	1 039	2 259	2 349	4 608	5 370	10 499
<b>Brutto cash flow</b>	<b>12 727</b>	<b>15 433</b>	<b>16 429</b>	<b>32 180</b>	<b>67 471</b>	<b>53 691</b>

V Tab.46 je uveden výpočet brutto cash flow a použité úpravy, které jsou popsány v kapitole 3.2.2.4. K zisku z běžné činnosti po zdanění jsem přičetla úroky z úvěru snížené o daň, úroky z leasingových splátek a odpisy. Vyloučila jsem mimořádné položky ve formě výsledku hospodaření z prodeje DM upravené o daňovou sazbu v daném roce. Podnik má záporný čistý monetární majetek (inflace převyší výnosy), a proto můžu počítat se ziskem z držby peněz (čistý monetární majetek \* inflace), který jsem přičetla k zisku z běžné činnosti.

### 9.3.4 Výpočet CFROI

Vypočítané vstupní veličiny, brutto investiční bázi, brutto cash flow, neodepisovaný majetek a dobu životnosti použiji k výpočtu CFROI podle vztahu (20) v kapitole 3.2.1

Jak společnost zhodnotila vložené prostředky, uvádí Tab. 47 s výslednými hodnotami CFROI, které mají rostoucí charakter do roku 2007, kdy bylo dosaženo maximální hodnoty 13,60%. V roce 2008 došlo k mírnému poklesu, zhruba na úroveň roku 2006 vlivem rostoucí brutto investiční báze a neodepisovaných aktiv a snížení brutto cash flow, tedy v důsledku poklesu zisku.

Tab. 47 „Vývoj CFROI v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
BIB	227 173	257 470	309 176	374 497	500 080	625 058
Neodepisovaná aktiva	-3 420	13 068	55 614	55 077	155 702	227 051
Brutto cash flow	12 727	15 433	16 429	32 180	67 471	53 691
Doba životnosti	27	30	32	36	35	33
<b>CFROI</b>	<b>3,16%</b>	<b>4,41%</b>	<b>4,00%</b>	<b>8,15%</b>	<b>13,36%</b>	<b>8,63%</b>

### 9.3.5 Výpočet WACC pro CFROI a výpočet CFROI spreadu

Ukazatel CFROI je velmi náročný na úpravy, jejichž přesnost výpočtu je dána především dostupností dat. Vzhledem k tomu by měl být tento ukazatel brán jako orientační, jeho nespornou výhodou je však úprava o inflaci. Vhodné je tento ukazatel využít pro výpočet CFROI spreadu, který má lepší vypovídající schopnost než samotné CFROI. CFROI spread vypočítáme jako rozdíl mezi CFROI a váženými průměrnými náklady kapitálu, které však musíme upravit o inflaci a náklady cizího kapitálu obsažené v WACC upravit o daňovou úsporu (viz. Tab. 48).

Tab. 48 „Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu pro CFROI“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Náklady CK bez daňového štítu	5,34%	4,99%	2,97%	4,09%	3,99%	4,67%
Náklady VK <sub>CAPM</sub>	10,69%	11,29%	14,67%	17,62%	26,22%	27,03%
CK/C	55,19%	52,36%	73,04%	70,96%	77,67%	75,67%
VK/C	44,81%	47,64%	26,96%	28,87%	22,33%	24,33%
WACC	7,74%	7,99%	6,12%	7,99%	8,83%	10,11%
Průměrná inflace v ČR	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%
<b>WACC REAL<sub>CAPM</sub></b>	<b>7,64%</b>	<b>5,19%</b>	<b>4,22%</b>	<b>5,49%</b>	<b>6,03%</b>	<b>3,81%</b>

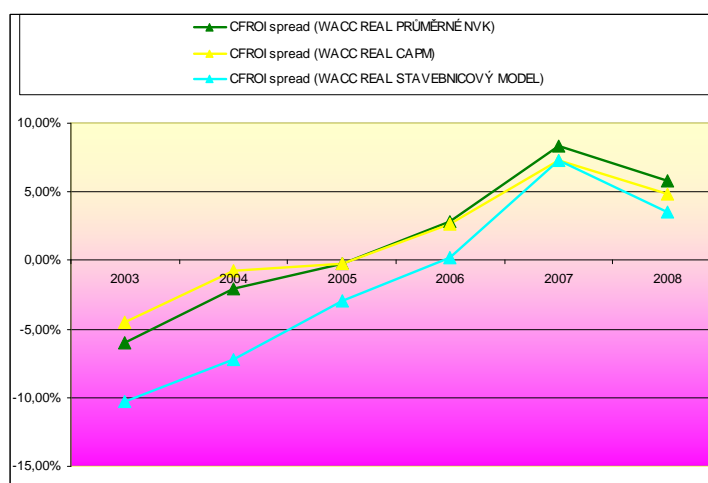
Tab. 49 „WACC upravené o inflaci podle jednotlivých metod NVK“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WACC REAL <sub>stavebnicový model</sub>	13,47%	11,61%	6,90%	7,90%	6,10%	5,13%
WACC REAL <sub>průměrné NVK</sub>	9,17%	6,49%	4,24%	5,33%	4,98%	2,82%

CFROI spread by měl být kladný, potom společnost zhodnocuje své prostředky více, než jsou reálné náklady kapitálu.

Tab. 50 „CF ROI spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CFROI spread <sub>(WACC REAL PRŮMĚRNÉ NVK)</sub>	-6,01%	-2,08%	-0,24%	2,82%	8,38%	5,81%
CFROI spread <sub>(WACC REAL CAPM)</sub>	-4,48%	-0,78%	-0,22%	2,66%	7,33%	4,82%
CFROI spread <sub>(WACC REAL STAVEBNICOVÝ MODEL)</sub>	-10,31%	-7,20%	-2,90%	0,25%	7,26%	3,50%



Obr. 12 „Vývoj CFROI spreadu“ [vlastní tvorba]

Z Tab. 50 a obrázku 12 nemůže být analyzovaná společnost hodnocena úspěšně. Pozitivní však je, že výsledné hodnoty se každoročně zlepšují a v roce 2006-2007 dochází ke zlomu a CFROI spread vychází v kladných hodnotách a to především díky vysokému nárůstu

brutto peněžních toků, a to především zisku, které do tohoto roku vykazovaly stabilní pravidelný růst. V roce 2008, kdy se společnosti podařilo vytvořit menší zisk v porovnání s rokem 2007, dochází k mírnému poklesu hodnoty CFROI spreadu.

#### 9.4 Cash Value Added – CVA

Peněžní přidaná hodnota je forma ekonomického zisku, jedná se tedy o modifikaci ukazatele EVA a o kapitalizaci čistých výnosů převyšující náklad kapitálu. [10]

CVA jsem vypočítala dle vzorce (23) v kapitole 3.4. WACC jsou v uvedeném vzorci upraveny o inflaci, protože CFROI a BIB jsou také očištěny o vliv inflace.

Uvedené výsledné hodnoty v Tab.51 opět nemohou do roku 2007 analyzovanou společnost hodnotit úspěšně. Nejlepší výsledek byl v roce 2007 a to díky nižším váženým průměrným nákladům kapitálu a vyššímu zisku vedoucímu k vyššímu BCF.

Tab. 51 „Cash Value Added v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CVA (WACC REAL PRŮMĚRNÉ NVK)	-13 157	-5 186	-710	10 335	41 142	35 657
CVA (WACC REAL CAPM)	-9 799	-1 956	-674	9 724	35 995	29 570
CVA (WACC REAL STAVEBNICOVÝ MODEL)	-22 572	-17 943	-8 753	904	35 622	21 472

#### 9.5 Cash Return on Gross Assests – CROGA

Ukazatel CROGA pracuje s provozním cash flow a je podobný ukazateli CFROI. Co se týče úprav, je přesnější než ukazatel EVA.

Pro výpočet CROGA musíme znát hrubá aktiva, která dostaneme, stejně jako BIB, součtem odepisovaných a neodepisovaných aktiv, která však nejsou přeceněna na současnou cenovou hladinu, tzn. není zde zohledněna inflace (Tab.52).

Tab. 52 „Hrubá aktiva“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Odepisovaná aktiva	178 881	183 892	190 950	237 927	246 809	252 826
Neodepisovaná aktiva	-3 420	13 068	55 614	55 077	155 702	227 051
<b>GA</b>	<b>175 461</b>	<b>196 960</b>	<b>246 564</b>	<b>293 004</b>	<b>402 511</b>	<b>479 877</b>

Tab. 53 „Vývoj provozního cash flow po zdanění“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
VH z běžné činnosti před zdaněním	5 948	7 600	10 212	26 074	68 919	39 002
Úroky úvěr	638	686	913	1 832	2 163	4 506
Úroky leasing	275	309	168	337	728	488
VH z prodeje DM	-106	1 008	-3	639	403	95
Zisk z držby peněz	1 039	2 259	2 349	4 608	5 370	10 499
Upravený VH před daní	8 006	9 846	13 645	32 212	76 777	54 400
Skutečná daňová sazba	31,39%	12,53%	31,45%	25,13%	23,05%	20,74%
Daň	2 513	1 234	4 291	8 095	17 697	11 283
<b>Upravený VH po dani</b>	<b>5 493</b>	<b>8 612</b>	<b>9 354</b>	<b>24 117</b>	<b>59 080</b>	<b>43 117</b>
Odpisy	6 621	6 257	5 997	6 368	6 481	7 359
<b>OATCF</b>	<b>12 114</b>	<b>14 869</b>	<b>15 351</b>	<b>30 485</b>	<b>65 561</b>	<b>50 476</b>

Při výpočtu provozního cash flow uvedeného v Tab.53 jsem postupovala obdobně jako při výpočtu brutto cash flow. Poměrem provozního cash flow po zdanění a hrubých aktiv jsem dostala ukazatel CROGA, který s výjimkou mírného poklesu v roce 2005, každoročně roste a to vlivem zvyšujícího se provozního cash flow. Výsledné hodnoty ukazatele CROGA vycházejí o něco lépe než hodnoty CFROI, a to především proto, že zde není zohledněna inflace. Brutto cash flow dosahuje podobných hodnot jako provozní cash flow po zdanění.

Tab. 54 „CROGA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OATCF	12 114	14 869	15 351	30 485	65 561	50 746
GA	175 461	196 960	246 564	293 004	402 511	479 877
<b>CROGA</b>	<b>6,90%</b>	<b>7,55%</b>	<b>6,23%</b>	<b>10,40%</b>	<b>16,29%</b>	<b>10,57%</b>

Ukazatel CROGA stejně jako CFROI poměrujeme s váženými průměrnými náklady kapitálu, přičemž platí, že pro tvorbu hodnoty by měl být  $CROGA > WACC$ . Tuto podmínku však podnik splňuje pouze v roce 2006, 2007 a v roce 2005 při porovnání CROGA s WACC zahrnující průměrné náklady vlastního kapitálu.

Tab. 55 „CROGA spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CROGA spread (WACC CAPM)	-1,83%	-1,32%	-0,73%	1,42%	6,73%	0,46%
CROGA spread (WACC stavebnicový model)	-6,67%	-6,86%	-2,58%	0,00%	7,38%	-0,86%
CROGA spread (WACC průměrné NVK)	-1,83%	-1,17%	0,20%	2,57%	8,67%	1,46%

### 9.5.1 Modifikace ukazatele CROGA na ukazatel CROIGA

Možnou modifikací ukazatele CROGA je ukazatel CROIGA, který pracuje s hrubými aktivy upravenými o inflaci a je tedy možné použít brutto investiční bázi z ukazatele CFROI. CROIGA může být hodnocen samostatně v časové řadě nebo ho můžeme porovnávat s WACC, které však pro tento účel musejí být upraveny o inflaci (WACC real), stejně jako hrubá aktiva.

Tab. 56 „CROIGA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
OATCF	12 114	14 869	15 351	30 485	65 561	50 746
GA - BIB	227 173	257 470	309 176	374 497	500 080	625 058
<b>CROIGA</b>	<b>5,33%</b>	<b>5,78%</b>	<b>4,97%</b>	<b>8,14%</b>	<b>13,11%</b>	<b>8,12%</b>

Vývoj ukazatele CROIGA je téměř shodný jako vývoj CFROI. V porovnání s ukazatelem CROGA můžeme sledovat snížení hodnot o zhruba 2%. Přesto však byla výkonnost podniku v roce 2006 a 2007 dobrá stejně jako u ukazatele CROGA.

Tab. 57 „CROIGA spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GROIGA	5,33%	5,78%	4,97%	8,14%	13,11%	8,12%
WACC real průměrné NVK	9,17%	6,49%	4,24%	5,33%	4,98%	2,82%
<b>CROIGA - spread</b> <small>(WACC REAL PRŮMĚRNÉ NVK)</small>	<b>-3,84%</b>	<b>-0,71%</b>	<b>0,73%</b>	<b>2,81%</b>	<b>8,13%</b>	<b>5,30%</b>

## 10 VYMEZENÍ GENERÁTORŮ HODNOTY

Pyramidový rozklad ukazatelů výkonnosti podniku nám umožňuje identifikovat klíčové faktory, které ovlivňují vrcholové ukazatele. Z analýzy finanční výkonnosti podniku PAPCEL a. s. jsem dospěla k tomu, že od roku 2006 došlo k významným změnám u výsledných hodnot ukazatelů. Citelné zlepšení v roce 2006 a 2007 a následný mírný pokles v roce 2008. Proto jsem si tyto roky zvolila pro pyramidový rozklad ukazatelů EVA a CFROI, tak abych zjistila, které faktory (generátory hodnoty) nejvíce ovlivnily tyto vrcholové ukazatele.

### 10.1 Pyramidový rozklad EVA v roce 2006-2007 a 2007-2008

Společnost PAPCEL, a. s. v letech 2006-2008 tvořila hodnotu pro své vlastníky. Oproti roku 2006 vzrostla hodnota EVA v roce 2007 o 24 878tis.Kč. Na tomto pozitivním vývoji se podílí hodnota spreadu (RONA-WACC), která vzrostla o 8,84%. Zvýšení investovaného kapitálu působilo na vrcholový ukazatel kladně, protože spread v roce 2007 je kladný. V opačném případě by působení investovaného kapitálu bylo záporné. V roce 2008 došlo k poklesu hodnoty o 23548 tis. Kč oproti roku 2007 a to zejména negativním vlivem hodnoty spreadu, který poklesl o 7,97%.

EVA			=	EVA		
32 000	8 452	-23 548		2 007	2 008	Přírůstek
4 568	32 000	27 432		2 006	2 007	EVA

RONA-WACC			*	C(NO A)		
10,78%	2,81%	-		270 512	269 211	-
2,20%	10,78%	+		192 731	270 512	+

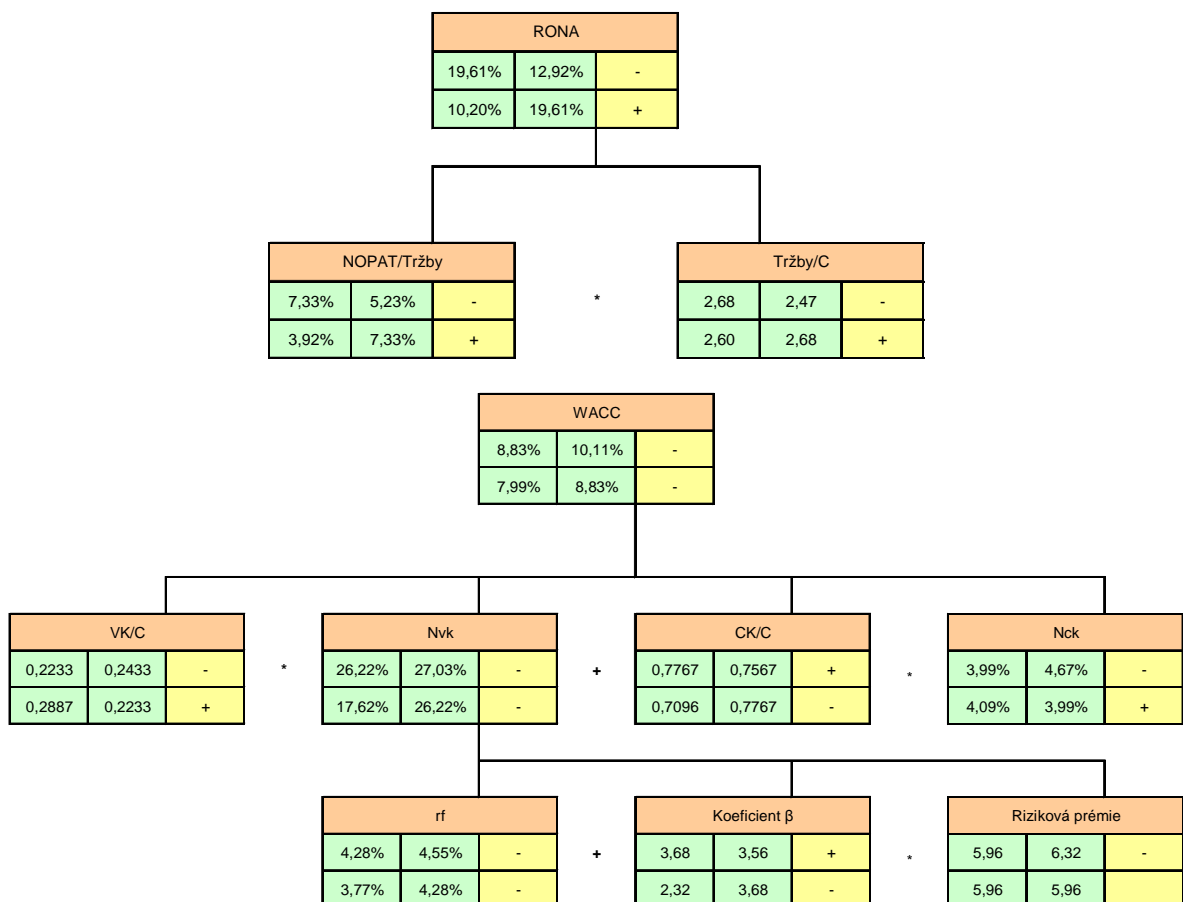
Hodnota spreadu je ovlivněna výnosností investovaného kapitálu RONA a váženými náklady na kapitál WACC, které vyčíslují náklady na investovaný kapitál. Pro tvorbu hodnoty je podstatné, aby RONA byla co nejvyšší a WACC co nejnižší.

Na rentabilitu investovaného kapitálu působí zisková marže a obratovost investovaného kapitálu a obě položky by měly růst.

Rentabilita investovaného kapitálu se v roce 2007 zvýšila o 9,41% a tím pozitivně ovlivnila výslednou hodnotu EVA. Zvýšení RONY bylo způsobeno značným růstem tržeb, jak už ziskové marže, tak i obratovosti investovaného kapitálu.



Negativně působilo zvýšení vážených průměrných nákladů na kapitál, a to především nákladů na vlastní kapitál a podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Náklady na cizí kapitál ovlivnili WACC pozitivně. Náklady na vlastní kapitál jsou tvořeny bezrizikovou úrokovou mírou, koeficientem beta a rizikovou prémie. Růst bezrizikové úrokové míry a koeficientu beta negativně působil na EVA. Riziková prémie zůstala nezměněna, a tudíž EVA neovlivnila. V roce 2008 se RONA snížila o 6,69%. Na tomto negativním výsledku se nejvíce podílelo snížení tržeb, obrátovosti investovaného kapitálu a zvýšení vážených průměrných nákladů kapitálu. Pozitivně na WACC působil poměr cizího kapitálu na celkovém kapitálu, který se snížil, a také snížení koeficientu beta.



Ziskovou marží (NOPAT/Tržby) podpořily v roce 2007 všechny ukazatele, které ji tvoří. A to snížení podílu osobních nákladů a odpisů na tržbách a růst podílu přidané hodnoty na tržbách. Růst tržeb podnik zaznamenal v oblasti vlastních výrobků a služeb, tržby za prodej zboží poklesly. Zisková marže se v roce 2008 snížila o 2,1% a to v důsledku negativního působení všech faktorů, zejména zvýšení podílu osobních nákladů na tržbách a snížení

podílu přidané hodnoty na tržbách. Pozitivní vliv měl růst podílu odpisů na tržbách, což svědčí o realizovaných investicích v daném roce.

NOPAT/Tržby											
7,33%	5,23%	-									
3,92%	7,33%	+									

PH/T			Osobní Ná/T			Odpisy/T			Ost. Vý-ost.Ná/T		
31,44%	25,78%	-	18,55%	20,97%	-	0,97%	1,11%	+	-4,59%	1,53%	-
28,97%	31,44%	+	23,81%	18,55%	+	1,53%	0,97%	+	0,28%	-4,59%	+

K velké změně došlo v roce 2007 v případě investovaného kapitálu, který se zvýšil o 77 781tis. Kč. Negativně zde působilo zvýšení dlouhodobého hmotného majetku a ČPK. V roce 2008 došlo k nepatrnému poklesu investovaného kapitálu především v důsledku snížení dlouhodobého majetku. Zvýšení ČPK působilo opět záporně.

C(NO A)											
270 512	269 211	+									
192 731	270 512	-									

ČPK			Dlouhodobý majetek			Časové rozlišení		
70 915	93 140	-	190 931	176 071	+	8 666	6 690	+
-8 283	70 915	-	189 193	190 931	-	11 821	8 666	+

Na zvýšení dlouhodobého majetku v roce 2007 se podílel růst dlouhodobého hmotného majetku. Naopak pokles dlouhodobého nehmotného majetku měl na EVA kladný vliv. Naopak v roce 2008 došlo ke snížení DHM a zvýšení DNM. U dlouhodobého finančního majetku nedošlo ke změně.

Dlouhodobý majetek											
190 931	176 071	+									
189 193	190 931	-									

DHM			DNM			DFM		
187 951	165 743	+	2 758	10 106	-	222	222	
184 665	187 951	-	4 306	2 758	+	222	222	

Negativní vliv na EVA mělo v roce 2007 i 2008 zvýšení čistého pracovního kapitálu. V roce 2007 to bylo v důsledku zvýšení zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Všechny tyto změny byly způsobeny zvýšením zakázkové náplně a tím i přijatých

záloh na zásoby. Krátkodobý cizí kapitál výrazně vzrostl a tím pozitivně ovlivnil výslednou hodnotu EVA. V roce 2008 negativně působilo na ČPK zvýšení zásob a snížení krátkodobého cizího kapitálu. Kladný vliv mělo snížení pohledávek a krátkodobého finančního majetku.

ČPK		
70 915	93 140	-
-8 283	70 915	-

Zásoby			Pohledávky			Krátkodobý FM			Krátkodobý CK		
237 529	240 207	-	201 399	149 026	+	139 461	32 932	+	507 474	335 715	-
169 464	237 529	-	75 484	201 399	-	22 230	139 461	-	275 461	507 474	+

Tržby jsou dalším faktorem, který ovlivňuje vrcholový ukazatel EVA. V roce 2007 šlo o pozitivní vliv, který byl dán zvýšením tržeb, které vzrostly více než investovaný kapitál a tím se zvýšila obratovost aktiv. Opačná situace nastala v roce 2008, kdy se obratovost aktiv snížila v důsledku poklesu tržeb, který byl vyšší než kladný vliv sníženého investovaného kapitálu.

Tržby/C		
2,68	2,47	-
2,60	2,68	+

Tržby			C(NO A)		
723 906	665 179	-	270 512	269 211	+
500 846	723 906	+	192 731	270 512	-

## 10.2 Pyramidový rozklad CFROI v roce 2006-2007 a 2007-2008

Pyramidový rozklad ukazatele CFROI nám přehledně ukazuje, které faktory významně ovlivňují tvorbu hodnoty. Růst hodnoty je dán mírou zhodnocení hrubé investiční základny podniku prostřednictvím dosažených cash flow. Ukazatel CFROI je na rozdíl od ukazatele EVA vyjádřen procentuálně, což je výhodnější z hlediska srovnávání s ostatními podniky. Pozitivní růst CFROI v roce 2007 byl dán především růstem brutto cash flow o 35 291 tis. Kč. Ostatní složky CFROI působily na vrcholového ukazatele negativně jak v roce 2007 tak i v roce 2008, kdy vlivem poklesu vyprodukovaného cash flow došlo ke snížení hodnoty CFROI. Tato hodnota však v porovnání s rokem 2006 vzrostla.

CFROI			CFROI		
13,36%	8,63%	-	2 007	2 008	Přrůstek
8,15%	13,36%	+	2 006	2 007	CFROI

Brutto investiční báze			Brutto cash flow			Neodepisovaná aktiva			Doba životnosti aktiv		
500 080	625 058	-	67 471	53 691	-	155 702	227 051	-	35	33	-
374 497	500 080	-	32 180	67 471	+	55 077	155 702	-	36	35	-

Brutto cash flow je tvořeno čistým ziskem, odpisy, úroky, ziskem z držby peněz a výsledku hospodaření z prodeje DM upraveného o daň. Zvýšení nákladů ve formě odpisů a úroků mělo negativní dopad na vytvořené cash flow. Pozitivní vliv měl zisk z držby peněz a růst čistého zisku v roce 2007, který byl ovlivněn růstem zisku před zdaněním. V roce 2008 došlo ke snížení daňové sazby o 3%, což působilo pozitivně na čistý zisk. Výhodou použití cash flow je, že nevytváří na rozdíl od ukazatele EVA tlak na snižování investic, protože odpisy jsou zpět přičítány k zisku.

Brutto cash flow		
67 471	53 691	-
32 180	67 471	+

Čistý zisk			Odpisy			Upravené úroky			Zisk/ztráta z držení monetárních aktiv			VH z prodeje DM*(1-d)		
53 035	30 914	-	6 481	7 359	-	2 891	4 994	-	5 370	10 499	+	306	75	-
19 521	53 035	+	6 368	6 481	-	2 169	2 891	-	4 608	5 370	+	486	306	-

Čistý zisk		
53 035	30 914	-
19 521	53 035	+

Zisk před zdaněním			Daňová sazba		
68 919	39 002	-	24%	21%	+
19 521	53 035	+	24%	24%	

Další významnou složkou ukazatele CFROI je brutto investiční báze, která svým každoročním růstem měla negativní dopad na CFROI. Jednotlivé složky brutto investiční základny jsou očištěny o inflaci a o další úpravy. Růst hodnoty hrubého dlouhodobého majetku (odepisovaná aktiva) a ČPK (neodepisovaná aktiva) zapříčinil následný růst hrubé investiční základny.

Brutto investiční báze		
500 080	625 058	-
374 497	500 080	-

očištění o inflaci a další úpravy

Dl. majetek brutto			ČPK			Ostatní		
344 378	398 007	-	140 057	209 513	-	15 645	17 538	-
231 042	344 378	-	40 239	140 057	-	103 216	15 645	-

Neodepisovatelná aktiva negativně ovlivnil růst hodnoty pozemků a zásob vyjádřených v běžných cenách vlivem vysoké inflace v roce 2008. Pozitivní byl pouze růst monetárních aktiv v roce 2007. Dlouhodobý finanční majetek se nezměnil a tudíž neovlivnil vrcholového ukazatele.

Neodepisovatelná aktiva		
155 702	227 051	-
55 077	155 702	-

Pozemky v běžných cenách			Čistá monetární aktiva			Dl. Finanční majetek			Zásoby v běžných cenách		
15 645	17 538	-	-191 771	-166 651	-	222	222	-	331 828	376 164	-
14 839	15 645	-	-184 301	-191 771	+	222	222	-	224 540	331 828	-

Čistá monetární aktiva jako jedna ze složek neodepisovatelných aktiv měla kladný vliv na CFROI pouze v roce 2007 a to díky růstu neúročených závazků. Další složka čistých monetárních aktiv – monetární aktiva je tvořena krátkodobým a dlouhodobým finančním majetkem, pohledávkami a časovým rozlišením. Všechny tyto složky měly v roce 2008 pozitivní dopad na monetární aktiva, přesto však v důsledku výrazného poklesu neúročených závazků byl celkový vliv na ukazatel CFROI přes čistá monetární aktiva a dále přes neodepisovatelná aktiva záporný.

Čistá monetární aktiva					
-191 771	-166 651	-			
-184 301	-191 771	+			
Monetární aktiva			Neúročené závazky		
349 748	188 870	+	541 519	355 521	-
109 760	349 748	-	294 061	541 519	+
Krátkodobý fin. Majetek		+	Pohledávky		+
139 461	32 932	+	201 399	149 026	+
22 230	139 461	-	75 487	201 399	-
			Časové rozlišení		+
			8 666	6 690	+
			11 821	8 666	+
			Dl. finanční majetek		
			222	222	
			222	222	

Dalším generátorem hodnoty ukazatele CFROI jsou reálné náklady na kapitál, které se s tímto ukazatelem porovnávají a tím dostáváme hodnotu CFROI spreadu. Vliv generátoru hodnoty je orientován také na potenciál budoucího vývoje. Náklady na kapitál jsou zde ovlivněny velikostí podniku, jeho zadlužením a vyšší tržní diskontní míry vycházející z odhadu budoucích výnosů souboru podobných podniků. Reálné náklady na kapitál se každoročně snižovaly a tím pozitivně ovlivnily hodnotu CFROI spreadu. V roce 2008 však v důsledku snížení hodnoty CFROI se snížila hodnota i CFROI spreadu.

CFROI spread					
8,38%	5,81%	-			
2,82%	8,38%	+			
CFROI			WACC real		
13,36%	8,63%	-	4,98%	2,82%	+
8,15%	13,36%	+	5,33%	4,98%	+

### 10.3 Citlivostní analýza ukazatele EVA

Citlivostní analýza nám umožňuje zjistit citlivost daného kritéria (EVA, CFROI) na změny faktorů, které toto kritérium ovlivňují. Původní hodnotu kritéria zvýšíme o 10% a následně zjistíme změnu, kterou toto zvýšení vyvolalo. Malé změny považujeme za méně významné, tzn. že citlivost daného kritéria na změnu těchto faktorů je malá. Významné faktory jsou ty, jejichž stejné změny vyvolávají významný růst daného kritéria.

Pro citlivostní analýzu ukazatele EVA jsem analyzovala faktory, které jsem již identifikovala v pyramidovém rozkladu tohoto ukazatele. Z tabulky 58 je patrné, že mezi významné faktory patří poměr přidané hodnoty na tržbách (změna EVA o + 16 263tis. Kč), poměr osobních nákladů na tržbách (změna EVA o – 14 723 tis. Kč), krátkodobý CK (změna EVA o + 3 848 tis.Kč) a vážené průměrné náklady kapitálu, jejichž změna o 10% vyvolá změnu EVA o – 3 606 tis. Kč. Dalšími významnými faktory jsou všechny složky vážených průměrných nákladů na kapitál (riziková přírážka, beta koeficient, náklady na vlastní a cizí kapitál) a rentability investovaného kapitálu.

Tab. 58 „ Citlivostní analýza ukazatele EVA “ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10%	Původní EVA	Nová EVA	Změna EVA
DHM	165 743	182 317	8 452	6 941	- 1 511
DNM	10 106	11 117	8 452	8 380	- 72
Zásoby	240 207	264 228	8 452	6 262	- 2 190
Pohledávky	149 026	163 929	8 452	7 093	- 1 359
Krátkodobý FM	32 932	36 225	8 452	8 152	- 300
Krátkodobý CK	335 715	369 287	8 452	12 300	3 848
PH/Tržby	25,78%	28,36%	8 452	24 715	16 263
Osobní náklady/tržby	20,95%	23,05%	8 452	- 6 271	-14 723
Odpisy/tržby	1,11%	1,22%	8 452	6 828	- 1 624
Ost. Výnosy-Ná/Tržby	1,53%	1,68%	8 452	8 557	105
Bezriziková sazby	4,55%	5,01%	8 452	7 242	- 1 210
Náklady na VK	27,03%	29,73%	8 452	5 788	- 2 664
Náklady na cizí kapitál	4,67%	5,14%	8 452	6 596	- 1 856
Beta koeficient	3,56	3,92	8 452	6 057	- 2 395
Riziková přírážka	6,32	6,95	8 452	6 084	- 2 368
WACC	10,11%	11,12%	8 452	4 846	- 3 606
VK/Úplatné zdroje	0,24	0,26	8 452	6 353	- 2 099
Investovaný kapitál	269 211	296 132	8 452	10 245	1 793
RONA	12,26%	13,49%	8 452	11 038	2 586

#### 10.4 Citlivostní analýza ukazatele CFROI

Citlivost CFROI na změny faktorů, které tento ukazatel ovlivňují je zobrazen v tabulce 59. CFROI je nejvíce citlivý na změnu brutto cash flow (změna CFROI o 1,02%), změnu

brutto investiční báze (změna CFROI o -0,96%), změnu dlouhodobého majetku (změna CFROI o -0,63%) a také změnu čistého zisku, který následně ovlivní hodnotu cash flow. Za další významné faktory můžeme považovat zásoby a neúročené závazky.

Citlivostní analýza nám pomáhá identifikovat významné faktory ovlivňující daný ukazatel, ale je třeba upozornit i na omezení, která s sebou přináší. Jde především o to, že změna jednoho faktoru často vyvolává i změnu jiného faktoru, tzn. že se nemění samostatně a to v citlivostní analýze není zohledněno. Proto je při citlivostní analýze důležité toto omezení brát v úvahu.

Tab. 59 „Citlivostní analýza CFROI“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	Původní hodnota ukazatele	Změna hodnoty o 10%	Původní CFROI	Nové CFROI	Změna CFROI
Čistý zisk	30 914	34 005	8,63%	9,40%	0,77%
Odpisy	7 359	8 095	8,63%	8,38%	-0,25%
Upravené úroky	4 999	5 499	8,63%	8,34%	-0,29%
VH z prodeje DM	75	83	8,63%	8,83%	0,20%
Zisk z držby peněz	10 499	11 549	8,63%	8,82%	0,19%
Dlouhodobý majetek	398 007	437 808	8,63%	8,00%	-0,63%
ČPK	209 513	230 464	8,63%	8,31%	-0,32%
Pozemky	17 538	19 292	8,63%	8,61%	-0,02%
Čistá monetární aktiva	-166 651	-183 316	8,63%	8,90%	0,27%
Dlouhodobý finanční majetek	222	244	8,63%	8,63%	0,00%
Zásoby	376 164	413 780	8,63%	8,08%	-0,55%
Neúročené závazky	355 521	391 073	8,63%	9,22%	0,59%
Monetární aktiva	188 870	207 757	8,63%	8,35%	-0,28%
Krátkodobý finanční majetek	32 932	36 225	8,63%	8,58%	-0,05%
Pohledávky	149 026	163 929	8,63%	8,55%	-0,08%
Časové rozlišení	6 690	7 359	8,63%	8,62%	-0,01%
Brutto cash flow	53 691	59 060	8,63%	9,65%	1,02%
Brutto investiční báze	625 058	687 564	8,63%	7,67%	-0,96%
Neodepisovatelná aktiva	227 051	249 756	8,63%	8,29%	-0,34%
Doba životnosti aktiv (roky)	33	36	8,63%	8,91%	0,28%



## 11 ZHODNOCENÍ A NÁVRH SYSTÉMU MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI VE SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.

### 11.1 Zhodnocení finanční výkonnosti společnosti PAPCEL, a. s.

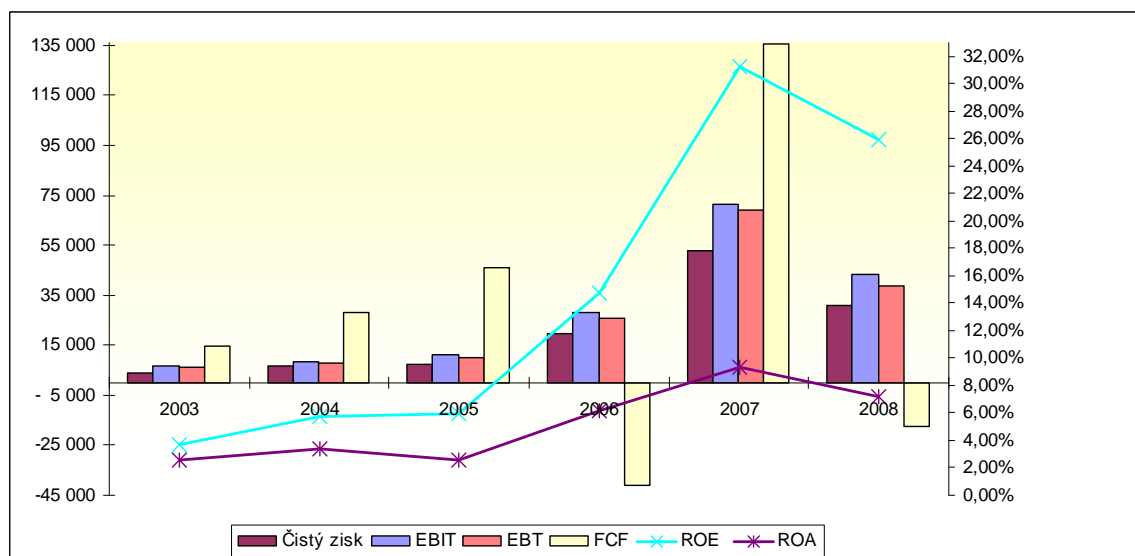
Na základě předešlých výsledků zhodnotím finanční výkonnost společnosti PAPCEL, a. s., jak z pohledu klasických tak i moderních ukazatelů.

#### 11.1.1 Vybrané klasické ukazatele

Výkonnost společnosti z pohledu klasických ukazatelů (viz. Tab.60, obr. 13) můžeme hodnotit pozitivně. Společnost PAPCEL, a. s. se dle těchto měřítek ubírá správným směrem. Rentabilita jak vlastního tak i celkového kapitálu má do roku 2008 rostoucí tendenci a společnost tvoří dostatečně velký hospodářský výsledek. Finanční výkonnost podniku podle ukazatele volného cash flow již vypadá odlišně. Záporné hodnoty v roce 2006 a 2008 jsou ovlivněny především podnikovými investicemi a změnou ČPK.

Tab. 60 „Vývoj vybraných klasických ukazatelů“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Čistý zisk	4 081	6 648	7 000	19 521	53 035	30 914
EBIT	6 586	8 286	11 125	27 906	71 082	43 508
EBT	5 948	7 600	10 212	26 074	68 919	39 002
FCF	14 722	28 167	45 941	-40 806	135 543	-17 668
ROE	3,69%	5,79%	5,99%	14,74%	31,21%	25,89%
ROA	2,59%	3,40%	2,56%	6,11%	9,37%	7,19%



Obr. 13 „porovnání klasických ukazatelů“ [vlastní tvorba]

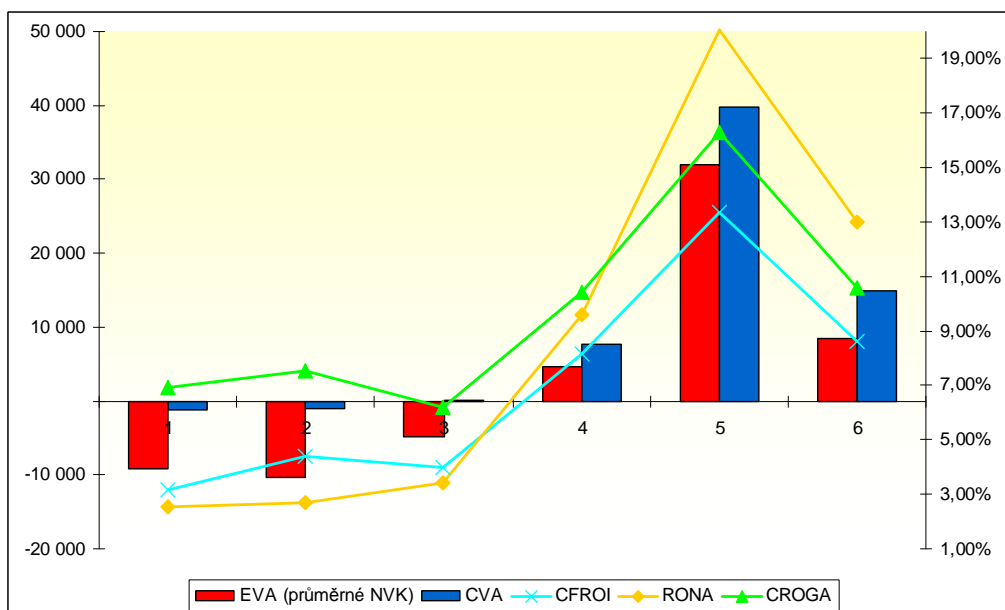
### 11.1.2 Vybrané moderní ukazatele

Moderní ukazatele hodnotí finanční výkonnost trochu z jiného úhlu pohledu, protože vycházejí z ekonomického zisku a berou v úvahu náklady kapitálu. Já jsem při svých výpočtech WACC využila průměrných nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 61 „Vývoj vybraných moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EVA (průměrné NVK)	- 9 157	-10 400	- 4 804	4 568	32 000	8 452
CVA	- 1 195	- 977	136	7 785	39 742	14 969
CFROI	3,16%	4,41%	4,00%	8,15%	13,36%	8,63%
RONA	2,52%	2,68%	3,41%	9,59%	20,08%	13,00%
CROGA	6,90%	7,55%	6,23%	10,40%	16,29%	10,57%

Moderní měřítko hodnotí výkonnost podniku o něco hůře než měřítko klasická. Zejména první tři sledované roky, kdy jsou hodnoty EVA a CVA záporné, svědčí o špatné situaci ve společnosti (společnost netvoří hodnotu pro vlastníky). Důležitý je ale časový vývoj, podle kterého můžeme hodnotit společnost jako úspěšnou, protože každoročně docházelo ke zlepšování výkonnosti a od roku 2006 se dostáváme do kladných hodnot, které svědčí o tvorbě hodnoty pro vlastníky společnosti. Výjimkou každoročního růstu je rok 2008, kdy došlo k mírnému poklesu, který byl způsoben především celosvětovou hospodářskou krizí a s tím spojenými faktory jako např. zvýšením inflace a tím cen vstupů, snížením tržeb apod. Tato situace se však dotkla i ostatních firem v odvětví, které zaznamenaly pokles a proto nebudu tento rok v analyzované společnosti hodnotit špatně, protože i přes již zmíněný pokles jsou hodnoty ukazatelů kladné a v porovnání s rokem 2006 dokonce vyšší.



Obr. 14 „Porovnání moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba]

Zajímavé je srovnání ekonomické přidané hodnoty EVA a peněžní přidané hodnoty CVA, která vychází ve všech sledovaných letech lépe. Rozdíl je především v tom, že ukazatel CVA vychází na rozdíl od ukazatele EVA z peněžních toků, obsažených v CFROI. CVA tedy stejně jako CFROI zohledňuje vliv inflace.

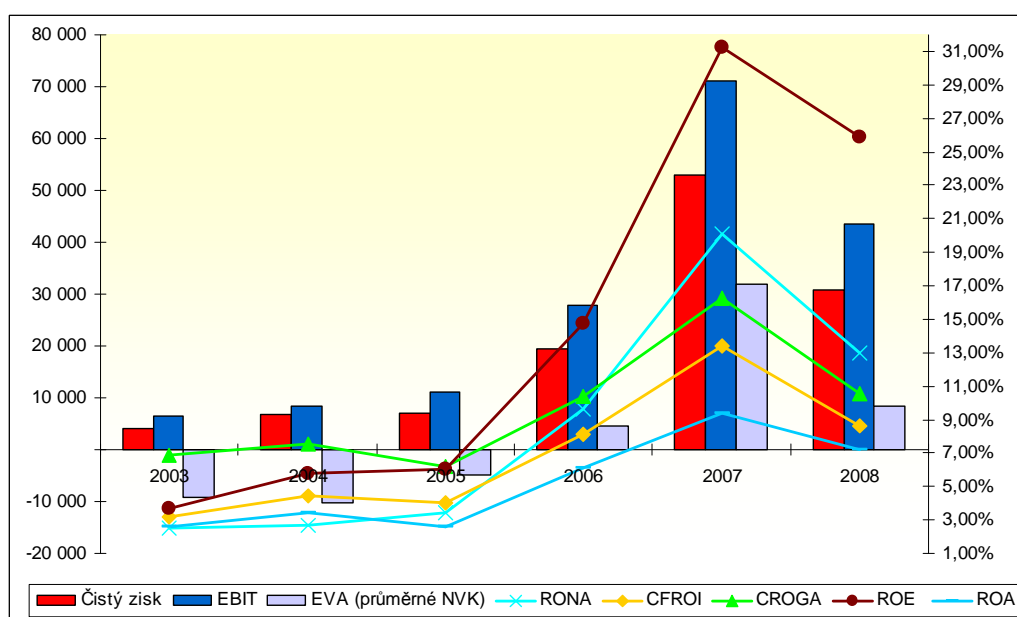
Vývoj ukazatelů CFROI a CROGA je zhruba stejný (CFROI přibližně o 2-3% méně). Přesto tyto ukazatele samy o sobě nemají dobrou vypovídající schopnost. Pro jejich použití k hodnocení výkonnosti je důležité je porovnat s WACC jak ukazuje obrázek 16.

### 11.1.3 Porovnání klasických a moderních ukazatelů

Jak se od sebe liší klasická a moderní měřítka finanční výkonnosti společnosti PAPCEL, a. s. je zobrazeno v tabulce 62 a na obrázku 15.

Tab. 62 „Porovnání klasických a moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Čistý zisk	4 081	6 648	7 000	19 521	53 035	30 914
EBIT	6 586	8 286	11 125	27 906	71 082	43 508
EVA (průměrné NVK)	- 9 157	-10 400	- 4 804	4 568	32 000	8 452
RONA	2,52%	2,68%	3,41%	9,59%	20,08%	13,00%
CFROI	3,16%	4,41%	4,00%	8,15%	13,36%	8,63%
CROGA	6,90%	7,55%	6,23%	10,40%	16,29%	10,57%
ROE	3,69%	5,79%	5,99%	14,74%	31,21%	25,89%
ROA	2,59%	3,40%	2,56%	6,11%	9,37%	7,19%

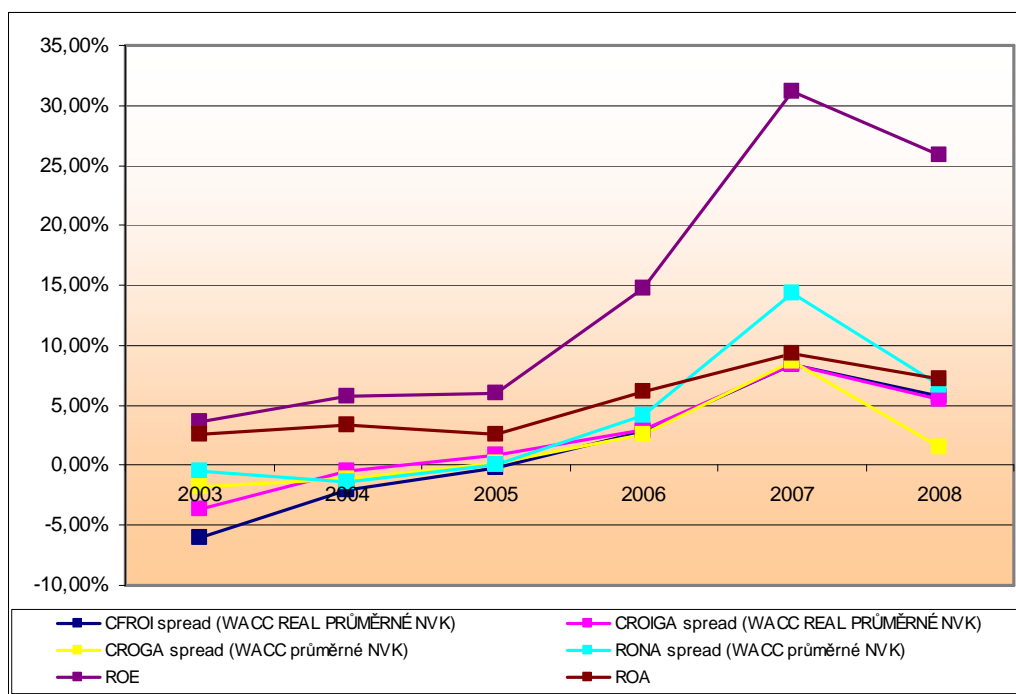


Obr. 15 „Klasické versus moderní ukazatele“ [vlastní tvorba]

Nejvíce patrný rozdíl je v porovnání čistého zisku či EBIT s hodnotou EVA. V prvních třech letech, kdy hodnota čistého zisku každoročně nepatrně roste, vychází EVA záporná. Pokud by tedy management společnosti hodnotil výkonnost na základě klasických měřítek, mohl by být se svou výkonností spokojen. Opačná situace by však byla při hodnocení podle moderních měřítek, protože společnost netvořila hodnotu pro vlastníky. Tady se nejvíce potvrzuje odlišné pojetí klasických a moderních ukazatelů, které zohledňují faktory, se kterými právě moderní měřítka nepočítají. Jedná se především o náklady kapitálu. Společnost se může mylně domnívat, že vlastní kapitál je „zadarmo“, což je ale velký omyl. Právě náklady vlastního kapitálu v případě analyzované společnosti hrají podstatnou roli jak už v podobě vážených nákladů na kapitál, tak i v konečných hodnotách jednotlivých ukazatelů, které právě pracují s těmito náklady na kapitál a na jejichž základě se potom finanční výkonnost hodnotí. Od roku 2005 sice společnost dle EVA tvoří hodnotu pro své vlastníky, pořád jsou ale hodnoty mnohem nižší než hodnota dosaženého čistého zisku. Dokonce i v nejlepším roce 2007 je EVA skoro poloviční než výše čistého zisku. Podobně je tomu také v případě porovnání ostatních ukazatelů. Rentabilita vlastního kapitálu ROE je mnohem vyšší než rentabilita čistých operativních aktiv RONA a také ukazatel CFROI a CROGA. Tyto moderní ukazatele sami o sobě neobsahují náklady kapitálu, proto jejich vývoj s ROE by mohl být srovnatelný. Přesto jsou však výsledné hodnoty úplně jinde než ROE. CFROI je sice upraven o inflaci, ale inflace tento velký rozdíl nezpůsobila. Ještě vhodnější je srovnání ROE s těmito moderními ukazateli, které jsou porovnány s WACC a tedy ještě mnohem lépe a přesněji vypovídají o výkonnosti společnosti (viz. Obrázek 16).

Vývoj CFROI spreadu a CROIGA spreadu je obdobný, od roku 2006 dokonce dochází ke stejnému vývoji. Vývoj jednotlivých spreadů v časové řadě hodnotí finanční výkonnost analyzované společnosti úspěšně. Při bližším pohledu však zjistíme, že do roku 2005 nebyla tvořena hodnota pro vlastníky a proto hodnocení jednotlivých roků (2003-2005) a ne celkového vývoje nemůže být kladné. Pozitivně můžeme hodnotit výkonnost analyzované společnosti z hlediska časového vývoje, kdy dochází ke každoročnímu zlepšování s výjimkou roku 2008 (příčiny tohoto poklesu byly zdůvodněny výše). Při pohledu na ROE a ROA zjistíme, že jejich hodnoty jsou ve všech sledovaných letech v kladných hodnotách na rozdíl od ostatních jednotlivých spreadů, které se dostaly (v roce 2003-2005) právě vlivem WACC do záporných hodnot. Hodnoty ROE jsou totiž mimo jiné ovlivněny zadlužeností podniku, což může být pro společnost přínosem pouze v případě

efektivního využívání tohoto kapitálu. Přesto, že se analyzovaná společnost dostává do vysokého stupně zadlužení, tak zvyšování cizích zdrojů má pozitivní vliv na celkové ROE, což znamená, že společnost je schopna tento kapitál využívat efektivně a může tím dosahovat i vyšší konkurenceschopnosti. Přesto si však myslím, že další zadlužování společnosti by nebylo vhodné, protože zadluženost se promítá nejen do rentability, ale i do ostatních ukazatelů a spolu s rizikovou likviditou, s kterou se společnost potýká, by mohlo toto zadlužení vést k vážným finančním a existenčním problémům. Navíc sami vidíme, jak se může rentabilita právě díky zakomponování nákladů na kapitál rapidně snížit (viz. RONA spread – Obr.16).



Obr. 16 „Porovnání jednotlivých spreadů a ROE“ [vlastní tvorba]

## 11.2 Návrh systému měření finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL

Na základě uvedených skutečností je zřejmé, jak odlišné může být hodnocení finanční výkonnosti. Využíváním pouze klasických ukazatelů může společnost „balancovat na tenkém ledě“, který se však může prolomit. Pravdou je, že společnost sice první tři sledované roky, které právě dle moderních ukazatelů nebyly tak úspěšné, jak by zdálo, dle klasických měřítek překonala a následně začala svou výkonnost každoročně zlepšovat, ale právě zásah hospodářské krize v roce 2008 poznamenal nejen analyzovanou společnost, jejíž výkonnost je sice pořád dobrá a dokonce lepší než v roce 2006, přesto by však tato

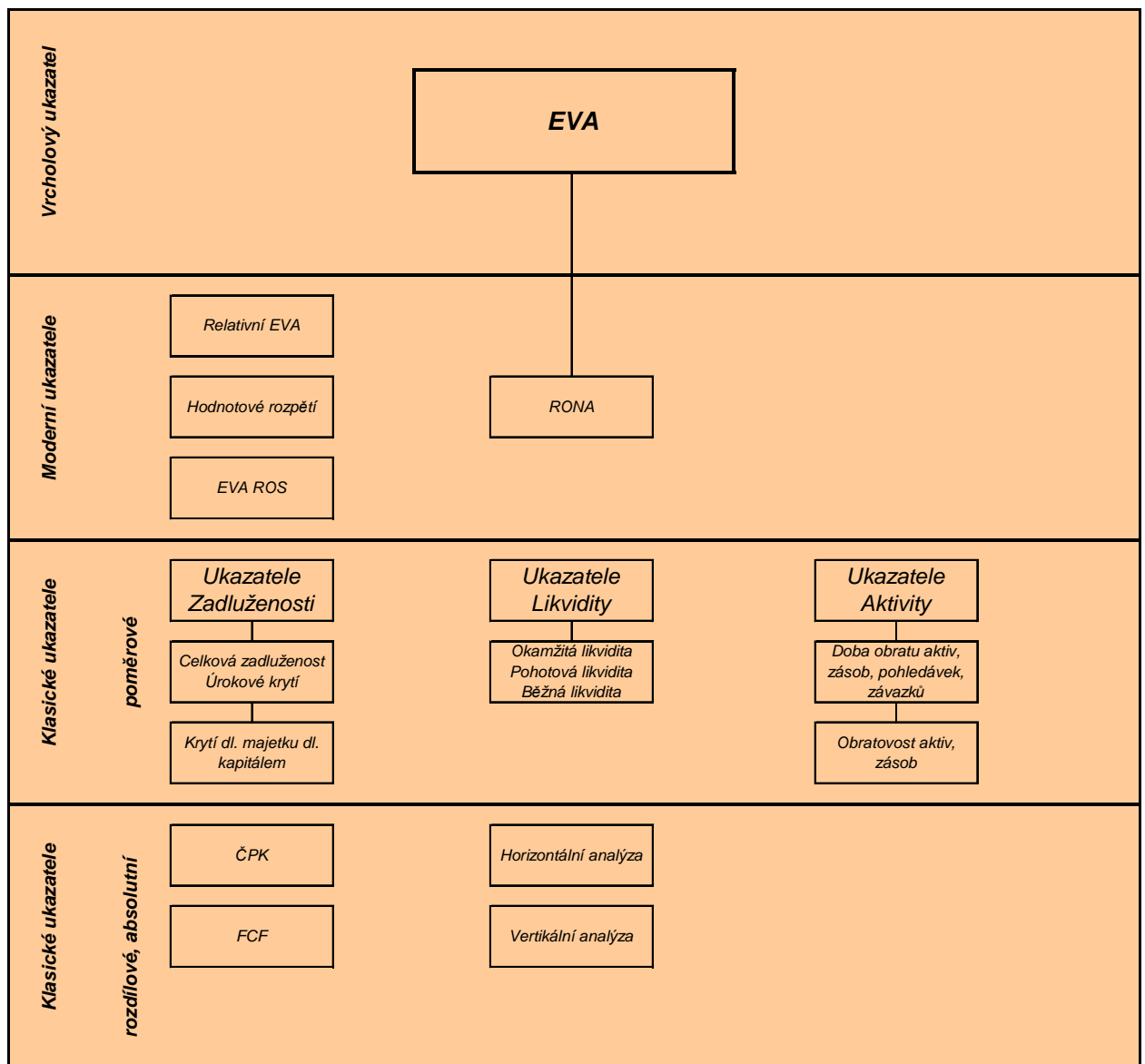
situace mohla být výzvou pro management společnosti ke změně přístupu k hodnocení finanční výkonnosti. A nejen to, protože řada moderních ukazatelů jako např. EVA je vhodná také jako základ pro odměňování nebo pro hodnocení efektivnosti investic, které jsou ve výrobní společnosti nezbytností.

Navrhovala bych zaměřit se převážně na některé moderní ukazatele a dále pak i některá klasická měřítka. Klasické ukazatele jsou samozřejmě také důležité pro sledování finanční situace a výkonnosti, přesto bych je brala spíše jako ukazatele doplňkové. Jejich hlavní nevýhodou je to, že vycházejí z účetních dat, které nejsou upravena a mohou být také snadno legální cestou manipulovatelná. Účetní data neodráží ekonomickou výkonnost podniku a většinou se zaměřují na kritéria vhodná pro věřitele. Naopak práce čistě s účetními daty je snadnější než v případě moderních ukazatelů, kde je nezbytné účetní data upravit tak, aby byl vytvořen ekonomický model pro řízení podniku s cílem dosáhnout ekonomický zisk. Další výhodou moderních ukazatelů je, že pracují s náklady kapitálu, inflací apod. Některá měřítka jsou vyjádřena v absolutních hodnotách (EVA), jiná jsou vyjádřena procentuálně (CFROI, CROGA, RONA apod.). Ta jsou vhodnější pro mezipodnikové srovnávání.

### 11.2.1 Návrh konkrétního systému

Na základě provedené analýzy a zhodnocení finanční výkonnosti podniku a dále mých vlastních znalostí z podniku bych navrhovala nový systém měření finanční výkonnosti. Jako hlavního vrcholového ukazatele bych doporučila ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA). EVA je absolutní ukazatel, který jednoznačně ukazuje, zda je tvořena hodnota pro vlastníky. Pokud by společnost chtěla srovnání s ostatními podniky, je možné využít relativní ukazatele EVA. Tento ukazatel jsem vybrala zejména pro jeho vypovídající schopnost a dále pro jeho široké uplatnění v podniku. Jak jsem se již zmínila, společnost PAPCEL, a. s. by mohla tento ekonomický model využít pro odměňování managementu a zvýšení motivace zaměstnanců a zejména pro hodnocení efektivnosti investic. Ukazatel CFROI, CROGA a CROIGA bych momentálně nevyužívala a to vzhledem k náročnosti úprav a také čistě procentuálnímu vyjádření. Ukazatel EVA bych doplnila o další moderní a klasické ukazatele následovně (viz. Obrázek 17). EVA jako vrcholový a hlavní ukazatel finanční výkonnosti by v případě potřeby srovnání s ostatními podniky byl doplněn relativními ukazateli EVA jako relativní EVA, hodnotové rozpětí a EVA ROS. Tradiční měřítka by sloužila jako doplňkové ukazatele. Vzhledem k zadluženosti společnosti a

rizikové likviditě bych se zaměřila především na ukazatele pracující s čistým pracovním kapitálem, dále ukazatele likvidity ve všech stupních, ukazatele hotovostních toků jako např. volné cash flow FCF, dále ukazatele celkové zadluženosti a ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, který nám naznačuje způsob financování, tzn. zda je podnik překapitalizovaný, podkapitalizovaný či zda se řídí vyváženou strategií financování. Efektivnost využívání majetku bych sledovala přes ukazatele aktivity a to jak obratovost aktiv a zásob, tak i doby obratu aktiv, pohledávek a závazků, které nám ukazují, zda podnik a jeho odběratelé dodržují stanovené platební podmínky. V případě potřeby může být využito absolutních ukazatelů vertikální a horizontální analýzy. V případě klasických ukazatelů navrhuji srovnání s podniky v odvětví. To může společnosti pomoci zjistit, zda se ubírá správným směrem, v čem je společnost lepší nebo kde se příliš odlišuje a na základě toho se může snažit změnou k lepšímu dosáhnout vyšší konkurenceschopnosti.



Obr. 17 „Systém měření finanční výkonnosti“ [vlastní tvorba]

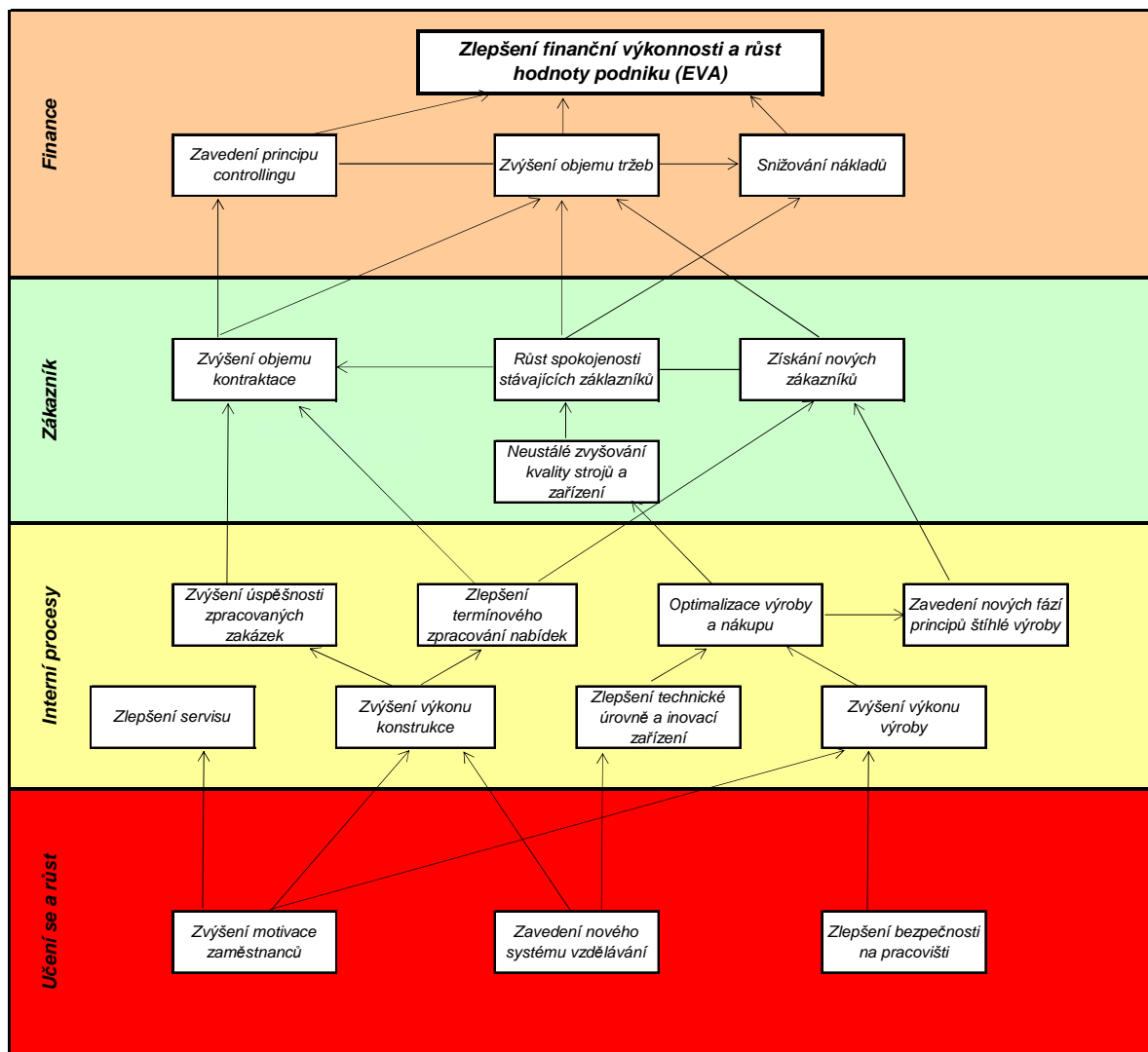
V případě výpočtu ukazatele EVA bych doporučovala vymezit si sadu konkrétních úprav, které pomohou zhodnotit finanční situaci co nejvěrohodněji. U vážených průměrných nákladů na kapitál bych využila náklady na vlastní kapitál vypočítané pomocí metody CAPM, stavebnicové metody či průměrných nákladů, protože si myslím, že nejlépe postihují reálnou situaci ve společnosti PAPCEL. Neopomněla bych stanovení generátorů hodnoty pomocí pyramidových rozkladů či využití citlivostní analýzy. Vymezení generátorů hodnoty je důležité, protože nám přehledně ukazuje, které faktory se pozitivně či negativně podílely na hodnotě vrcholového ukazatele.

Jak již bylo uvedeno v teoretické části, hodnocení finanční výkonnosti podniku by se nemělo zaměřovat jen na finanční ukazatele. Finanční ukazatele by měly být doplněny



ukazateli nefinančními, které velmi často ovlivňují právě ukazatele finanční. Jedním z nástrojů zabývajících se spolu s finančními ukazateli i nefinančními ukazateli výkonnosti podniku je model Balanced Scorecard, který doplňuje finanční měřítka minulé výkonnosti o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti. Cíle a měřítka v modelu BSC vychází z vize a strategie podniku. Výkonnost podniku je sledována ze čtyř základních perspektiv, a to: finanční, zákaznické, interních procesů a učení se a růstu.

V kapitole 8 je uveden stávající systém hodnocení finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s. Chvályhodné je využívání kombinace právě finančních a nefinančních ukazatelů výkonnosti. Přesto je však tento systém podle mého názoru nedostačující. Myslím si, že propojení již navrhnutého systému hodnocení finanční výkonnosti spolu s nefinančními ukazateli, které podnik sleduje do modelu Balanced scorecard by společností zaručilo komplexní systém měření a hodnocení finanční výkonnosti. Při implementaci BSC do konceptu řízení je důležité vytvoření tzv. strategické mapy, která obsahuje měřítka pro každou základní perspektivu. Strategická mapa BSC (obrázek 18) nám znázorňuje především nefinanční ukazatele výkonnosti podniku spolu s některými finančními ukazateli v analyzované společnosti.



Obr. 18., „Strategická mapa“ [vlastní tvorba]

Hlavní cíl společnosti – zlepšení finanční výkonnosti a růst hodnoty podniku (EVA) by měl být dosažen zvýšením tržeb, snížením nákladů a zavedením nových principů controllingu. Růst objemu tržeb úzce souvisí se zvýšením objemu kontraktace, což může firma dosáhnout získáním nových zákazníků, udržením stávajících zákazníků, zvýšením úspěšnosti zpracovaných zakázek a zlepšením termínového zpracování zakázek, což se odvíjí od výkonu konstrukce. Zlepšení termínového zpracování zakázek může přispět k získání nových zákazníků. Společnost by se měla zaměřit na zvyšování kvality strojů a zařízení a to především v návaznosti na optimalizaci výroby a nákupu, která může být dosažena zlepšením technické úrovně a inovací zařízení a zvýšením výkonu výroby. V Tab. 63 je uveden dosavadní a předpokládaný vývoj tržeb v roce 2009.

Tab. 63 „Vývoj tržeb v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba]

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby	191 606	273 420	450 471	500 846	723 906	665 179	856 637

V Tab. 64 jsou jednotlivé tržby rozděleny podle obchodních středisek v měsíčním členění. Největší podíl se předpokládá v obchodní skupině východní Evropa, dále střední Evropa a ostatní svět. V rámci východní Evropy se jedná o odběratele z Ruské federace a Běloruska.

Tab. 64 „Předpokládané tržby v Kč v měsíčním členění dle obchodních skupin v roce 2009“ [vlastní tvorba]

Obchodní skupina	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	
IB	2 299 511	5 457 294	9 241 500	0	2 809 375	10 856 500	
SE	816 000	903 000	340 000	9 231 000	2 190 000	0	
VE	25 060 542	90 516 337	120 627 184	24 612 882	78 872 951	350 000	
<b>Celkem</b>	<b>28 176 053</b>	<b>96 876 631</b>	<b>130 208 684</b>	<b>33 843 882</b>	<b>83 872 326</b>	<b>11 206 500</b>	
Obchodní skupina	Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosinec	Celkem
IB	4 800 000	5 420 000	11 277 500	4 000 000	8 000 000	6 500 000	<b>70 661 680</b>
SE	0	50 000	3 000 000	73 394 500	0	4 100 000	<b>94 024 500</b>
VE	22 046 890	10 684 367	73 154 059	86 025 698	80 000 000	80 000 000	<b>691 950 910</b>
<b>Celkem</b>	<b>26 846 890</b>	<b>16 154 367</b>	<b>87 431 559</b>	<b>163 420 198</b>	<b>88 000 000</b>	<b>90 600 000</b>	<b>856 637 090</b>

S tržbami úzce souvisí i plán kontraktace, který je v měsíčním členění a podle obchodních skupin uveden v Tab. 65. Největší objem uzavřených kontraktů se předpokládá v červnu, březnu a únoru 2009. Konkrétně jsou to plánované kontrakty na linku přípravný látky, převíječky a rozvlákňovače pro zákazníky firmy Stupino, Suraž a Bransk z východní Evropy.

Tab. 65 „Plán kontraktace 2009 v Kč“

Obchodní skupina	Leden	Únor	Březen	Duben	Květen	Červen	
IB	2 400 000	27 605 000	7 880 000	6 240 000	6 900 000	13 300 000	
SE	16 500 000	49 188 575	17 500 000	32 500 000	12 250 000	0	
VE	12 249 250	35 775 000	90 425 000	48 134 500	2 775 000	323 125 000	
<b>Celkem</b>	<b>31 149 250</b>	<b>112 568 575</b>	<b>115 805 000</b>	<b>86 874 500</b>	<b>21 925 000</b>	<b>336 425 000</b>	
Obchodní skupina	Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosinec	Celkem
IB	7 400 000	5 775 000	11 625 000	10 715 000	6 150 000	7 400 000	<b>113 390 000</b>
SE	0	2 000 000	12 500 000	0	7 500 000	27 500 000	<b>177 438 575</b>
VE	23 125 000	1 850 000	0	18 525 000	0	2 775 000	<b>558 758 750</b>
<b>Celkem</b>	<b>30 525 000</b>	<b>9 625 000</b>	<b>24 125 000</b>	<b>29 240 000</b>	<b>13 650 000</b>	<b>37 675 000</b>	<b>849 587 325</b>

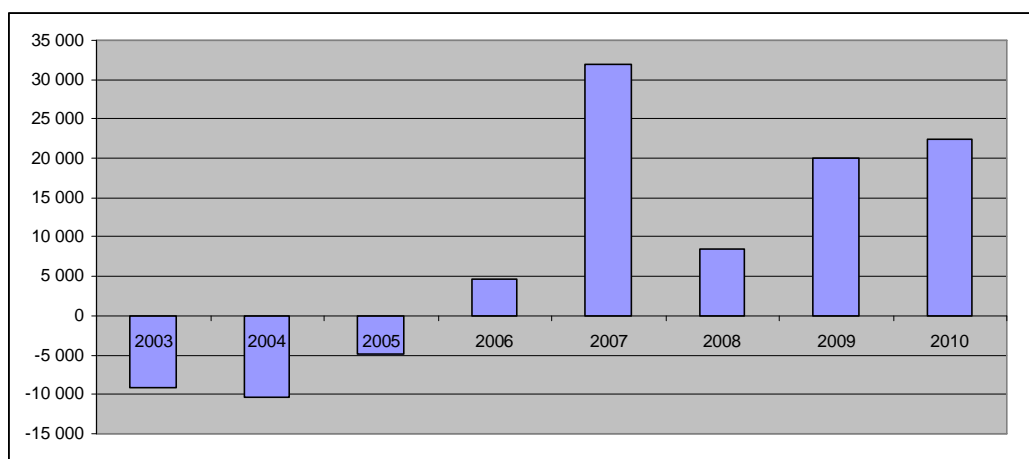
Tab. 66 „ Plán kontraktace v Kč a EUR (kurz 25Kč/EUR)“

Obchodní skupina	Plán kontraktace 2009 v Kč	Plán kontraktace 2009 v EUR
IB	113 390 000	4 535 600
SE	177 438 575	7 097 543
VE	558 758 750	22 350 350
<b>Celkem</b>	<b>849 587 325</b>	<b>33 983 493</b>

Zvýšení tržeb je projevív ve zvýšeném VH za účetní období, který následně pozitivně ovlivní hodnotu EVA v následujícím roce 2009 a současně s plánem kontraktace i v roce 2010. V důsledku změny způsobu výplaty podílů na zisku by mělo dojít k navýšení vlastního kapitálu. Nižší potřeba cizích zdrojů ve formě úročeného cizího kapitálu přispěje ke zlepšení zadluženosti společnosti. Vážené průměrné náklady kapitálu se předpokládají na úrovni cca 9%. Zvýšení NOA se předpokládá navýšením krátkodobého finančního majetku, což přispěje ke zlepšení likvidity společnosti. Ostatní složky NOA, které vážou finanční prostředky, by měly oproti předchozím rokům poklesnout. Současně se očekává pokles neúročených cizích zdrojů. Konkrétní propoččet EVA v roce 2009 a 2010 je uveden v následujících Tab. 67, 68 a Obr. 19.

Tab. 67 „Vývoj EVA v jednotlivých letech“

Položka (v tis.Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>EVA</b>	<b>-9 157</b>	<b>-10 400</b>	<b>-4 804</b>	<b>4 568</b>	<b>32 000</b>	<b>8 452</b>	<b>19 924</b>	<b>22 437</b>



Obr. 19 „ Porovnání EVA v tis.Kč“

Tab. 68 „Vývoj EVA v roce 2009 a 2010 [vlastní tvorba]

Položka (v tis. Kč)	2009	2010
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>172 382</b>	<b>172 382</b>
DNM	5 658	5 333
DHM	166 502	166 827
DFM	222	222
<b>ČPK</b>	<b>164 768</b>	<b>232 248</b>
Zásoby	185 000	191 000
Pohledávky	108 961	111 511
Krátkodobý finanční majetek	145 592	186 166
Časové rozlišení	2 296	2 296
Neúročené závazky	277 081	258 725
<b>NOA</b>	<b>337 150</b>	<b>404 630</b>
Položka (v tis. Kč)	2009	2010
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>317 050</b>	<b>389 680</b>
Základní kapitál	98 960	98 960
Kapitálové fondy	0	0
Rezervní fondy	1 986	1 986
VH minulých let	18 942	45 265
VH účetního období	62 854	71 479
Ekvivalenty VK	134 308	171 990
<b>Cizí zdroje</b>	<b>20 100</b>	<b>14 950</b>
Bankovní úvěry	10 000	6 000
Leasing	10 100	8 950
<b>Kapitál celkem</b>	<b>337 150</b>	<b>404 630</b>
Položka (v tis. Kč)	2009	2010
VH z běžné činnosti -původní	<b>58 854</b>	<b>66 979</b>
VH z běžné činnosti -po úpravách	61 479	69 995
Rozdíl	2 625	3 016
Původně placená daň	11 770	12 726
Dodatečně vypočítaná daň	525	573
<b>NOPAT</b>	<b>50 234</b>	<b>57 842</b>
Položka	2009	2010
NOA	337 150	404 630
NOPAT	50 234	57 842
WACC (NVK průměrné)	8,99%	8,75%
<b>EVA</b>	<b>19 924</b>	<b>22 437</b>

### 11.2.2 Přínosy a náklady zavedení nového systému měření finanční výkonnosti

Přínosy se zavedení nového systému měření a hodnocení finanční výkonnosti spatřují především v komplexním přístupu, který společnosti PAPCEL, a. s. pomůže sledovat všechny klíčové finanční a nefinanční ukazatele. Společnost PAPCEL, a. s. bude mít informace relevantní nejen věřitelům, ale i vlastníkům. Společnost bude mít dohled nad svou zadlužeností a pomocí ukazatelů pracujících s čistým pracovním kapitálem přehled o likviditě, která může pomoci při práci s hotovými toky a jejich plánováním. Další výhodou je možnost uplatnění ukazatele EVA nejen jako výkonnostního měřítka. Zlepšení celkové finanční výkonnosti s sebou přináší i zvýšenou hodnotu pro vlastníky podniku a dále zvýšení konkurenceschopnosti a tím upevnění místa na trhu.

Samozřejmě každý nový systém vyžaduje i související náklady. Největším „nákladem“ je změna myšlení a přístupů k novým věcem jak u managementu tak i zaměstnanců celé společnosti. Měřením a hodnocením finanční výkonnosti by byl pověřen jeden zaměstnanec controllingového oddělení, který by nejen počítal jednotlivé ukazatele, sledoval a hodnotil finanční výkonnost podniku, ale také navrhoval řešení k opatření ke zlepšení finančních a nefinančních ukazatelů výkonnosti podniku. Tento zaměstnanec by se zaměřoval na generátory hodnoty jednotlivých ukazatelů a podílel by se na finančním plánování. Náklady jsou tedy spojené s kvalifikovanou a zodpovědnou pracovní silou a se změnou v organizační struktuře. Tyto náklady však mohou být brzy pokryty zlepšením finanční výkonnosti společnosti.

Myslím si, že prvním, hlavním, důležitým a zásadním krokem je rozhodnutí o změně, což většinou není jednoduché. Management společnosti si většinou jen těžko uvědomuje a hlavně připouští fakt, že by mělo dojít ke změně, že postupy a principy, které společnost uplatňuje a které byly dříve určitě dobré a kvalitní jsou již nyní vzhledem k rychle se měnící hospodářské situaci a také postavení konkurentů na trhu, nedostačující.

## ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo zhodnocení a návrh systému měření a hodnocení finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s. Na základě provedených důkladných analýz a určení generátorů hodnoty jsem jako nejvhodnějšího ukazatele pro měření a hodnocení finanční výkonnosti vybrala ukazatel EVA, který je propojen do modelu Balanced Scorecard a doplněn některými tradičními měřítky.

Práci jsem zpracovala do dvou hlavních částí. V první části práce jsem detailně popsala a rozebrala jednotlivé přístupy k měření a hodnocení finanční výkonnosti, jak pomocí tradičních ukazatelů, tak i s využitím moderních měřítek, které se dostávají do popředí se vznikem Value Based Managementu. Na základě teoretických poznatků jsem určila vhodné ukazatele pro měření a hodnocení finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s. S využitím tradičních měřítek jsem zhodnotila podnikovou finanční výkonnost a moderní měřítko jsem využila pro zpracování projektu hodnocení finanční výkonnosti. Pomocí pyramidových rozkladů a citlivostní analýzy jsem určila hlavní generátory hodnoty ukazatelů CFROI a EVA a na základě srovnání tradičních a moderních měřítek jsem následně navrhla vhodný systém měření a hodnocení finanční výkonnosti ve společnosti PAPCEL, a. s.

Práce je doplněna přehlednými tabulkami a obrázky s důkladným popisem změn a příčinami jejich vzniku.

Věřím, že cíl práce jsem splnila a že tato práce může být pro společnost PAPCEL, a. s. přínosem v oblasti provedených analýz a navržených řešení a doporučení.

Pro mne byla tato práce velkým přínosem v tom, že jsem si rozšířila teoretické znalosti a zejména tyto teoretické poznatky aplikovala na konkrétním podniku a tím si vytvořila celkový pohled na finanční zdraví a výkonnost společnosti, ve které pracuji.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

- [1] BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy: Finanční analýza pro investory: bankéře, brokery, manažery, podnikatele i drobné akcionáře*. 2. doplněné vyd. Praha: Management Press, 1995. 159 s. ISBN 80-85603-80-2.
- [2] COPELAND, T., KOLLER, T., MURIN, J. „*Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies*“. John Wiley & Sons, 2000. ISBN 0-471-361917.
- [3] DODD, J. L., CHEN, S. „*EVA: A New Pancea?*“, *Business and Economic Review*, Vol. 42, July-September, 1996.
- [4] GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1999. 197 s. ISBN 80-7079-587-5.
- [5] HAWANINI, G., VIALLET, C. „*Finance for Executives: Managing for Value Creation*“, 2nd ed., South-Western, 2001. ISBN 0-324-11775-2.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-227-6.
- [7] KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 10. přepracované vyd. Brno: Ing. Zdeněk Novotný CSc., 1996. 83 s. ISBN 80-7355-033-4.
- [8] MADDEN, B. J. *CFROI™ Valuation: a Total System Approach to Valuing the Firm*. Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999. ISBN 0-7506-3865-6.
- [9] MARINIČ, P. *Měření firemní výkonnosti*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2007. 208 s. ISBN 978-80-86730-24-0.
- [10] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008. 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [11] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2
- [12] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3
- [13] MAŘÍKOVÁ, P. MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0
- [14] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání, Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.



- [15] PATÁK, M. R. *Finanční analýza v podnikovém finančním rozhodování*. Praha: VŠCHT, 1999. 132 s. ISBN 80-7080-369-X.
- [16] PAULAT, V. *Finanční analýza v rukou manažera, podnikatele a investora*. I. díl. Praha: Profess Consulting s.r.o., 120 s. ISBN 80-7259-006-5.
- [17] PAVELKOVÁ, D. *Řízení podnikových financí*. 2. vyd. Zlín: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta managementu a ekonomiky ve Zlíně, 2000. 227 s. ISBN 80-214-1659-9.
- [18] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství s.r.o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [19] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí: Sbírká příkladů*. 1. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2004. 84 s. ISBN 80-7318-201-7.
- [20] SEDLÁČEK, J., HAMPLOVÁ, E., ÚRADNÍČEK, V. *Finanční analýza*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 1998. 189 s. ISBN 80-210-1775-9.
- [21] STEWART, G. B. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, New York: Harper Business, 1991. ISBN 80-7318-152-5.
- [22] SYNEK, M. a kolektiv: *Manažerská ekonomika*. 4. aktualizované a rozšířené vydání. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2007. 452. ISBN 978-80-247-1992-4
- [23] ŠULÁK, M., VACÍK, E. *Měření výkonnosti firem*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o. p. s. v edici EUPRESS, 2004. 89. ISBN 80-86754-33-2
- [24] YOUNG, S. D., O'BYRNE, S. F. *Eva and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001. ISBN 0-07-136439-0

### Internetové Zdroje:

- [25] PAPERCEL, a. s. [online]. 032888 , 24.1.2008 [cit. 2008-09-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.papcel.cz>>.
- [26] *Value Based Management.net* [online]. Dostupný z WWW: <http://www.valuebasedmanagement.net/methods.html>
- [27] *Damodaran Online* [online]. Dostupný z WWW: <<http://www.damodaran.com/>>

- [28] *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Dostupný z WWW: <http://www.mpo.cz>.
- [29] *Česká národní banka* [online]. c2003-2008 [cit. 2008-02-23]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>.
- [30] *Český statistický úřad* [online]. Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz>.
- [31] UTB FaME [online]. Dostupný z WWW : <http://www.fame.utb.cz/vyuka/index.php>

### **Ostatní zdroje:**

- [32] *Výroční zpráva 2003*. [s.l.] : [s.n.], 2003. Výsledky hospodaření, s. 21-28.
- [33] *Výroční zpráva 2004*. [s.l.] : [s.n.], 2004. Výsledky hospodaření, s. 10-15.
- [34] *Výroční zpráva 2005*. [s.l.] : [s.n.], 2005. Výsledky hospodaření, s. 20-28.
- [35] *Výroční zpráva 2006*. [s.l.] : [s.n.], 2006. Výsledky hospodaření, s. 13-28.
- [36] *Výroční zpráva 2007*. [s.l.] : [s.n.], 2007. Výsledky hospodaření, s. 23-28.
- [37] *Výroční zpráva 2008*. [s.l.] : [s.n.], 2008. Výsledky hospodaření, s. 24-28.
- [38] *Interní materiály společnosti PAPCEL, a. s.*
- [39] BEZSLEZINA, Jan. *Projekt hodnocení výkonnosti společnosti Skanska DS a.s.* [s.l.], 2006. 131 s. Diplomová práce. UTB, Zlín.
- [40] BUŠINOVÁ, Jana. *Finanční analýza podniku PAPCEL, a. s. v letech 2003 - 2006*. [s.l.], 2008. 102 s. Bakalářská práce. UTB, Zlín.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

A	Aktiva.
$\beta$	Koeficient beta
$\beta_N$	Koeficient beta pro nezadlužený podnik.
$\beta_Z$	Koeficient beta pro zadlužený podnik.
BCF	Brutto cash flow.
BIB	Brutto investiční báze.
BSC	Balance Scorecard.
BÚ	Bankovní úvěry
C	Investovaný kapitál.
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv.
CF	Cash flow
CFROI	Provozní návratnost investice (Cash Flow Return on Investment).
CK	Cizí kapitál.
CVA	Peněžní přidaná hodnota (Cash Value Added).
CROGA	Hotovostní rentability hrubých aktiv (Cash Return on Gross Assests).
CROIGA	Cash Return on
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
ČZ	Čistý zisk.
D	Čistá částka peněz získaná výpůjčkou.
$D_t$	Dividenda v jednotlivých letech.
d	Sazba daně z příjmu.
DBÚ	Dlouhodobé bankovní úvěry
DCF	Diskontované cash flow.
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.

---

DHM	Dlouhodobý hmotný majetek.
DL	Dlouhodobý.
DM	Dlouhodobý majetek.
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek.
EAT	Zisk po zdanění.
EBT	Zisk před zdaněním.
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním.
EBITDA	Zisk před úroky, odpisy a zdaněním.
EVA	Ekonomická přidaná hodnota.
EPS	Zisk na akcii.
FCF	Volné cash flow (Free Cash Flow).
FIFO	Metoda oceňování zásob.
FM	Finanční majetek.
g	Tempo růstu dividend.
GA	Hrubá aktiva.
HDP	Hrubý domácí produkt.
I	Investice.
i	Úroková míra.
IRR	Vnitřní výnosové procento.
KBU	Krátkodobé bankovní úvěry.
Kr.	Krátkodobý.
Kr. záv.	Krátkodobé závazky.
LIFO	Metoda oceňování zásob.
MVA	Hodnota přidaná trhem (Market Value Added).
n	Počet let.

Ná	Náklady.
Ná. Pr. Zb.	Náklady na prodané zboží.
NCK	Náklady cizího kapitálu.
$N_{CK}$	Náklady cizího kapitálu.
NOA	Čistá operativní aktiva.
NOPAT	Zisk z operativní činnosti po dani.
NPV	Čistá současná hodnota.
NÚ	Nákladové úroky.
$N_{VK}$	Náklady vlastního kapitálu.
NVK	Náklady vlastního kapitálu.
O	Odpisy.
OA	Oběžná aktiva.
OATCF	Provozní cash flow po zdanění.
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností.
Ostat. N	Ostatní náklady.
Ost. Vý.	Ostatní výnosy.
PH	Přidaná hodnota.
$P_n$	Očekávaná prodejní cena za „n“ let.
PP	Peněžní prostředky
$P_t$	Peněžní toky v jednotlivých letech.
PV	Present Value.
$r_e$	Náklad vlastního kapitálu.
$r_f$	Bezriziková úroková míra.
$r_{fin.stab.}$	Riziková prémie za finanční stabilitu.
$r_{fin.str.}$	Riziková prémie za finanční strukturu.

---

$r_{LA}$	Riziková prémie za velikost podniku.
$r_m$	Průměrná výnosnost kapitálového trhu.
ROA	Rentabilita aktiv.
ROI	Návratnost investic.
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu.
RONA	Rentabilita čistých aktiv.
ROS	Rentabilita tržeb.
RP	Riziková přírážka.
$r_{\text{podnikatelské}}$	Riziková prémie za podnikatelské riziko.
RÚK	Rentabilita úplatného kapitálu.
RVK	Rentabilita vlastního kapitálu.
SH	Současná hodnota.
$S_t$	Splátka dohodnutý časový interval.
SVA	Přidaná hodnota pro akcionáře (Shareholder Value Added).
T	Tržby.
t	Jednotlivé roky.
TBR	Total Business Return.
TSR	Celkové příjmy vlastníků (Total Shareholder Return).
US GAPP	Americké všeobecné uznávané účetní principy.
$U_t$	Úrokové platby
V	Výnosy.
VBM	Value Based Management.
VH	Výsledek hospodaření.
VK	Vlastní kapitál.
VS	Výkonová spotřeba.

WACC      Vážené průměrné náklady kapitálu.

WACC<sub>real</sub>      Vážené průměrné náklady pro model CFROI

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1 „Podstata ukazatele CFROI“ [12]</i> .....	27
<i>Obr. 2 „Princip ukazatele TBR“ [18]</i> .....	31
<i>Obr. 3 „Princip ukazatele TSR“ [18]</i> .....	35
<i>Obr. 4 „Logo PAPCEL, a. s.“ [25]</i> .....	38
<i>Obr. 5“ Vývoj počtu zaměstnanců“ [vlastní tvorba]</i> .....	40
<i>Obr. 6 „Systém plánování ve společnosti PAPCEL“ [vlastní tvorba]</i> .....	46
<i>Obr. 7 „Porovnání společnosti PAPCEL, a.s. s odvětvím v roce 2007 a 2008“ [vlastní tvorba]</i> .....	53
<i>Obr. 8,„porovnání nákladů na vlastní kapitál dle různých metod“</i> .....	62
<i>Obr. 9 „Porovnání ekonomické a účetní přidané hodnoty v letech</i> .....	66
<i>Obr. 10 „Vývoj ziskových marží“ [vlastní tvorba]</i> .....	68
<i>Obr. 11 „ Vývoj RONA a WACC“ [vlastní tvorba]</i> .....	69
<i>Obr. 12 „Vývoj CFROI spreadu“ [vlastní tvorba]</i> .....	75
<i>Obr. 13 „porovnání klasických ukazatelů“ [vlastní tvorba]</i> .....	88
<i>Obr. 14 „Porovnání moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba]</i> .....	90
<i>Obr. 15 „Klasické versus moderní ukazatele“ [vlastní tvorba]</i> .....	90
<i>Obr. 16 „Porovnání jednotlivých spreadů a ROE“ [vlastní tvorba]</i> .....	92
<i>Obr. 17 „Systém měření finanční výkonnosti“ [vlastní tvorba]</i> .....	95
<i>Obr. 18,„Strategická mapa“ [vlastní tvorba]</i> .....	97
<i>Obr. 19 „ Porovnání EVA v tis.Kč“</i> .....	99



**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1</i> „Posun paradigmatu u ukazatelů při měření výkonnosti společností“ [23].....	15
<i>Tab. 2</i> „ Vývoj počtu zaměstnanců v letech 2003 – 2008“ [21 ].....	39
<i>Tab. 3</i> „Vývoj hospodářského výsledku (údaje v tis. Kč)“ [vlastní tvorba].....	49
<i>Tab. 4</i> „Dělení HV před úroky a zdaněním (údaje v tis. Kč)“ [vlastní tvorba] .....	49
<i>Tab. 5</i> „Vývoj volného cash flow“ [vlastní tvorba].....	51
<i>Tab. 6</i> „Ukazatele rentability společnosti PAPCEL, a. s.“ [vlastní tvorba].....	51
<i>Tab. 7</i> „Porovnání vybraných ukazatelů v roce 2007“ .....	52
<i>Tab. 8</i> „Porovnání vybraných ukazatelů v roce 2008“ .....	52
<i>Tab. 9</i> „Současná hodnota leasingových splátek“ [vlastní tvorba].....	57
<i>Tab. 10</i> „Vývoj nákladů na reklamu a vzdělávání zaměstnanců [vlastní tvorba].....	57
<i>Tab. 11</i> „Vývoj nedokončených investic“ [vlastní tvorba].....	58
<i>Tab. 12</i> „Vývoj neúročených cizích zdrojů“ [vlastní tvorba] .....	58
<i>Tab. 13</i> „Vymezení NOA-aktivní část rozvahy“ [vlastní tvorba].....	58
<i>Tab. 14</i> „Vývoj nákladových úroků“ [vlastní tvorba] .....	59
<i>Tab. 15</i> „Vývoj VH z prodeje DM“ [vlastní tvorba] .....	59
<i>Tab. 16</i> „Vymezení NOPAT“ [vlastní tvorba].....	59
<i>Tab. 17</i> „Vymezení NOA-pasivní část rozvahy“ [vlastní tvorba] .....	60
<i>Tab. 18</i> „Výpočet nákladů na VK pomocí CAPM“ [vlastní tvorba] .....	60
<i>Tab. 19</i> „Odvození nákladů na VK z nákladů na CK“ [vlastní tvorba].....	61
<i>Tab. 20</i> „Odvození N VK pomocí průměrné rentability v odvětví“ [vlastní tvorba] .....	61
<i>Tab. 21</i> „Výpočet nákladů pomocí stavebnicového modelu využívané MPO ČR“ .....	61
<i>Tab. 22</i> „Průměrné náklady vlastního kapitálu“ [vlastní tvorba] .....	62
<i>Tab. 23</i> „Stanovení nákladů na BÚ“ [vlastní tvorba].....	63
<i>Tab. 24</i> „Stanovení nákladů na BÚ založen na tržních datech“ [vlastní tvorba].....	63
<i>Tab. 25</i> „Náklady na BÚ“ [vlastní tvorba] .....	63

Tab. 26 „Náklady na leasing“ [vlastní tvorba].....	63
Tab. 27 „Průměrné náklady dluhu“ [vlastní tvorba].....	64
Tab. 28 „Vážené průměrné náklady kapitálu“ [vlastní tvorba].....	64
Tab. 29 „Srovnání WACC dle různých metod stanovení NVK“ [vlastní tvorba].....	64
Tab. 30 „Vývoj ekonomické přidané hodnoty v tis.Kč“ [vlastní tvorba] .....	65
Tab. 31 „Vývoj EVA dle různých WACC“ [vlastní tvorba] .....	65
Tab. 32 „Vývoj účetní přidané hodnoty“ [vlastní tvorba] .....	66
Tab. 33 „Relativní EVA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba].....	67
Tab. 34 „Hodnotové rozpětí v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	67
Tab. 35 „EVA ROS v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	68
Tab. 36 „ Vývoj rentability čistých aktiv“ [vlastní tvorba] .....	69
Tab. 37 „Porovnání RONA a WACC“ [vlastní tvorba] .....	69
Tab. 38 „Upravená odepisovaná aktiva“ [vlastní tvorba].....	70
Tab. 39 „Průměrná životnost aktiv“ [vlastní tvorba] .....	70
Tab. 40 „Koefficient pro přepočtení aktiv“ [vlastní tvorba].....	71
Tab. 41 „Odepisovaná aktiva celkem“ [vlastní tvorba].....	71
Tab. 42 „Monetární aktiva“ [vlastní tvorba].....	72
Tab. 43 „Vývoj neúročených závazků“ [vlastní tvorba] .....	72
Tab. 44 „Neodepisovaná aktiva v současných cenách“ [vlastní tvorba].....	73
Tab. 45 „Neodepisovaná aktiva v současných cenách“ [vlastní tvorba].....	73
Tab. 46 „Brutto cash flow“ [vlastní tvorba] .....	73
Tab. 47 „Vývoj CFROI v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba].....	74
Tab. 48 „Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu pro CFROI“ [vlastní tvorba] .	75
Tab. 49 „ WACC upravené o inflaci podle jednotlivých metod NVK“ [vlastní tvorba] .....	75
Tab. 50 „CF ROI spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	75
Tab. 51 „Cash Value Added v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba].....	76

Tab. 52 „Hrubá aktiva“ [vlastní tvorba] .....	76
Tab. 53 „Vývoj provozního cash flow po zdanění“ [vlastní tvorba] .....	77
Tab. 54 „CROGA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	77
Tab. 55 „CROGA spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	77
Tab. 56 „CROIGA v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	78
Tab. 57 „CROIGA spread v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	78
Tab. 58 „Citlivostní analýza ukazatele EVA“ [vlastní tvorba] .....	86
Tab. 59 „Citlivostní analýza CFROI“ [vlastní tvorba] .....	87
Tab. 60 „Vývoj vybraných klasických ukazatelů“ [vlastní tvorba] .....	88
Tab. 61 „Vývoj vybraných moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba] .....	89
Tab. 62 „Porovnání klasických a moderních ukazatelů“ [vlastní tvorba] .....	90
Tab. 63 „Vývoj tržeb v jednotlivých letech“ [vlastní tvorba] .....	98
Tab. 64 „Předpokládané tržby v Kč v měsíčním členění dle obchodních skupin v roce 2009“ [vlastní tvorba] .....	98
Tab. 65 „Plán kontraktace 2009 v Kč“ .....	98
Tab. 66 „Plán kontraktace v Kč a EUR (kurz 25Kč/EUR)“ .....	99
Tab. 67 „Vývoj EVA v jednotlivých letech“ .....	99
Tab. 68 „Vývoj EVA v roce 2009 a 2010 [vlastní tvorba] .....	100

**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I            FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI PAPCEL, A. S.
- P II            ROZVAHA 2003-2005
- P III           VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2003-2005
- P IV            ROZVAHA 2006-2008
- P V            VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2006-2008
- P VI            VÝPOČET ČISTÝCH OPERATIVNÍCH AKTIV (NOA) A DOPADY  
PROVEDENÝCH ÚPRAV DO ROZVAHY
- P VII           VÝPOČET A DOPADY PROVEDENÝCH ÚPRAV DO NOPAT
- P VIII          NÁKLADY KAPITÁLU A JEJICH VÝPOČET
- P IX           PŘÍKLAD VYHODNOCENÍ KRITÉRIA 24 V RÁMCI STÁVAJÍCÍHO  
HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI

## **PŘÍLOHA P I: FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU PAPCEL, A. S.**

### **Absolutní ukazatele**

Při analýze stavových ukazatelů vycházíme přímo z údajů obsažených v účetních výkazech.

### **Majetková a finanční struktura podniku – rozbor rozvahy**

Informace o majetkové a finanční struktuře podniku najdeme v rozvaze na straně aktiv a pasiv.

Horizontální analýza, nebo-li analýza vývojových trendů porovnává změny jak absolutní hodnoty, tak i procentní změny jednotlivých položek výkazů v časové řadě. Vypočítává se zde výše změn a její % vyjádření k výchozímu roku.

Vertikální analýza - zde se vychází z jediné zvolené základny (100%) a % podílu jednotlivých položek účetních výkazů k této základně. V případě vertikálního rozboru jsou základnou celková aktiva, respektive pasiva.

„Analýza vývojových trendů položek majetkové a finanční struktury společnosti PAPCEL,

a. s.“

( v tis. Kč)	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	07/06	2008	08/07	08/03
<b>AKTIVA CELKEM</b>	254 087	243 750	- 4%	435 215	79%	456 826	5%	758 228	66%	604 926	- 20%	138%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	151 807	147 616	- 3%	144 094	- 2%	177 824	23%	171 173	- 4%	176 071	3%	16%
DNM	811	974	20%	800	- 18%	1 208	51%	738	- 39%	10 106	1269%	1146%
DHM	150 774	146 420	- 3%	143 072	- 2%	176 394	23%	170 213	- 4%	165 743	- 3%	10%
DFM	222	222	0%	222	0%	222	0%	222	0%	222	0%	0%
<i>Oběžná aktiva</i>	101 319	95 024	- 6%	288 825	204%	267 181	- 7%	578 389	116%	422 165	- 27%	317%
Zásoby	70 821	62 925	- 11%	129 036	105%	169 464	31%	237 529	40%	240 207	1%	239%
Pohledávky	26 294	29 677	13%	109 472	269%	75 484	- 31%	201 399	167%	149 026	- 26%	467%
Finanční majetek	4 204	2 422	- 42%	50 317	1977%	22 230	- 56%	139 461	527%	32 932	- 76%	683%
<i>Časové rozlišení</i>	961	1 110	16%	2 296	107%	11 821	415%	8 666	- 27%	6 690	- 23%	596%
<b>PASIVA CELKEM</b>	254 087	243 750	- 4%	435 215	79%	456 826	5%	758 228	66%	604 926	- 20%	138%
<i>Vlastní kapitál</i>	113 857	116 123	2%	117 322	1%	131 896	12%	169 282	28%	147 172	- 13%	29%
Základní kapitál	98 960	98 960	0%	98 960	0%	98 960	0%	98 960	0%	98 960	0%	0%
Rezervní fondy	1 100	1 304	19%	1 636	25%	1 986	21%	2 979	50%	9 899	232%	800%
Kapitálové fondy	222	240	8%	256	7%	1 986	676%	247	- 88%	258	4%	16%
HV min. let	9 494	8 971	- 6%	9 469	6%	11 190	18%	14 061	26%	7 141	- 49%	- 25%
HV b.o.	4 081	6 648	63%	7 001	5%	19 521	179%	53 035	172%	30 914	- 42%	658%
<i>Cizí zdroje</i>	140 230	127 627	- 9%	317 893	149%	324 153	2%	588 946	82%	457 754	- 22%	226%
Rezervy	10 418	20 076	93%	21 142	5%	17 900	- 15%	34 045	90%	19 806	- 42%	90%
Dlouhodobé závazky	7 576	7 300	- 4%	8 017	10%	9 071	13%	7 540	- 17%	8 633	14%	14%
Krátkodobé závazky	117 598	86 726	- 26%	256 754	196%	266 313	4%	499 934	88%	327 082	- 35%	178%
BU	4 638	13 525	192%	31 980	136%	30 092	- 6%	47 427	58%	102 233	116%	2104%
dlouhodobé BÚ	0	0	0%	25 980	0%	21 983	- 15%	17 986	- 18%	17 986	%	0%
krátkodobé BÚ	4 638	13 525	192%	6 000	- 56%	8 886	48%	29 441	231%	102 233	247%	2104%
<i>Časové rozlišení</i>	0	0	0%	0	0%	777	0%	0	0%	0	0%	0%

„Procentuální rozbor položek rozvahy společnosti PAPCEL, a. s.“

( v tis. Kč)	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
<b>AKTIVA CELKEM</b>	254 087	100%	243 750	100%	435 215	100%	456 826	100%	758 228	100%	604 926	100%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	151 807	60%	147 616	61%	144 094	33%	177 824	39%	171 173	23%	176 071	29%
DNM	811	0%	974	0%	800	0%	1 208	0%	738	0%	10 106	2%
DHM	150 774	59%	146 420	60%	143 072	33%	176 394	39%	170 213	22%	165 743	27%
DFM	222	0%	222	0%	222	0%	222	0%	222	0%	222	0%
<i>Oběžná aktiva</i>	101 319	40%	95 024	39%	288 825	66%	267 181	58%	578 389	76%	422 165	70%
Zásoby	70 821	28%	62 925	26%	129 036	30%	169 464	37%	237 529	31%	240 207	40%
Pohledávky	26 294	10%	29 677	12%	109 472	25%	75 484	17%	201 399	27%	149 026	25%
Finanční majetek	4 204	2%	2 422	1%	50 317	12%	22 230	5%	139 461	18%	32 932	5%
<i>Časové rozlišení</i>	961	0%	1 110	0%	2 296	1%	11 821	3%	8 666	1%	6 690	1%
<b>PASIVA CELKEM</b>	254 087	100%	243 750	100%	435 215	100%	456 826	100%	758 228	100%	604 926	100%
<i>Vlastní kapitál</i>	113 857	45%	116 123	48%	117 322	27%	131 896	29%	169 282	22%	147 172	24%
Základní kapitál	98 960	39%	98 960	41%	98 960	23%	98 960	22%	98 960	13%	98 960	16%
Rezervní fondy	1 100	0%	1 304	1%	1 636	0%	1 986	0%	2 979	0%	9 899	2%
Kapitálové fondy	222	0%	240	0%	256	0%	1 986	0%	2 979	0%	258	0%
HV min. let	9 494	4%	8 971	4%	9 469	2%	11 190	2%	14 061	2%	7 141	1%
HV b.o.	4 081	2%	6 648	3%	7 001	2%	19 521	4%	53 035	7%	30 914	5%
<i>Cizí zdroje</i>	140 230	55%	127 627	52%	317 893	73%	324 153	71%	588 946	78%	457 754	76%
Rezervy	10 418	4%	20 076	8%	21 142	5%	17 900	4%	34 045	4%	19 806	3%
Dlouhodobé závazky	7 576	3%	7 300	3%	8 017	2%	9 071	2%	7 540	1%	8 633	1%
Krátkodobé závazky	117 598	46%	86 726	36%	256 754	59%	266 313	58%	499 934	66%	327 082	54%
BU	4 638	2%	13 525	6%	31 980	7%	30 092	7%	47 427	6%	102 233	17%
dlouhodobé BÚ	0	0%	0	0%	25 980	6%	21 983	5%	17 986	2%	17 986	3%
krátkodobé BÚ	4 638	2%	13 525	6%	6 000	1%	8 886	2%	29 441	4%	102 233	17%
<i>Časové rozlišení</i>	0	0%	0	0%	0	0%	777	0%	0	0%	0	0%

„Analýza vývojových trendů položek rozvahy odvětví.“

( v tis. Kč)	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	06/07	2008	08/07	08/03
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100 686</b>	<b>127 139</b>	<b>26%</b>	<b>137 661</b>	<b>8%</b>	<b>161 172</b>	<b>17%</b>	<b>157 716</b>	<b>-2%</b>	<b>172 784</b>	<b>10%</b>	<b>72%</b>
<i>Dlouhodobý majetek</i>	39 520	51 211	30%	56 904	11%	65 466	15%	60 787	-8%	73 597	21%	86%
DNM+DHM	35 910	46 228	29%	52 126	13%	60 201	15%	55 477	-9%	66 852	21%	86%
DFM	3 610	4 983	38%	4 778	-4%	5 265	10%	5 311	1%	6 744	27%	87%
<i>Oběžná aktiva</i>	59 881	74 271	24%	79 488	7%	94 437	19%	95 877	2%	97 658	2%	63%
Zásoby	22 765	29 801	31%	32 887	10%	37 019	13%	36 805	-1%	39 642	8%	74%
Pohledávky	28 165	34 188	21%	35 271	3%	43 209	23%	43 059	0%	43 764	2%	55%
Finanční majetek	8 951	10 282	15%	11 330	10%	14 209	25%	16 013	11%	14 251	-11%	59%
<i>Ostatní aktiva</i>	1 285	1 656	29%	1 268	-23%	1 269	0%	1 052	0%	1 529	45%	19%
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100 686</b>	<b>127 139</b>	<b>26%</b>	<b>137 661</b>	<b>8%</b>	<b>161 172</b>	<b>17%</b>	<b>157 716</b>	<b>-2%</b>	<b>172 784</b>	<b>10%</b>	<b>72%</b>
<i>Vlastní kapitál</i>	41 670	54 873	32%	59 386	8%	69 636	17%	68 106	-2%	74 682	10%	79%
Základní kapitál	36 809	46 051	25%	46 789	2%	48 160	3%	45 524	-6%	45 546	0%	24%
Nerozdělený zisk + fondy	2 400	6 303	163%	8 664	37%	13 955	61%	14 291	2%	20 999	47%	775%
HV b.o.	2 460	2 518	2%	3 933	56%	7 521	91%	6 559	-15%	8 137	24%	231%
<i>Cizí zdroje</i>	56 993	70 468	24%	76 545	9%	88 984	16%	86 509	-3%	97 495	13%	71%
Rezervy	3 798	4 210	11%	4 217	0%	4 328	3%	4 974	13%	6 815	37%	79%
Dlouhodobé závazky	5 762	7 012	22%	5 949	-15%	8 949	50%	-363	2565%	6 346	1848%	10%
Krátkodobé závazky	30 674	34 967	14%	37 250	7%	44 538	20%	53 633	17%	50 286	-6%	64%
BU	16 759	24 279	45%	29 129	20%	31 169	7%	28 264	-10%	34 047	20%	103%
dlouhodobé BÚ	5 424	13 113	142%	17 246	32%	20 451	19%	9 226	-122%	12 516	36%	131%
krátkodobé BÚ	11 335	11 166	-1%	11 883	6%	10 718	-10%	19 036	44%	21 516	13%	90%
<i>Ostatní pasiva</i>	2 022	1 798	-11%	1 730	-4%	2 552	48%	3 101	18%	607	-80%	-70%



„Procentuální rozbor položek rozvahy odvětví.“

( v mil. Kč)	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100 686</b>	<b>100%</b>	<b>127 139</b>	<b>100%</b>	<b>137 661</b>	<b>100%</b>	<b>161 172</b>	<b>100%</b>	<b>157 716</b>	<b>100%</b>	<b>172 784</b>	<b>100%</b>
<i>Dlouhodobý majetek</i>	39 520	39%	51 211	40%	56 904	41%	65 466	41%	60 787	39%	73 597	43%
DNM + DHM	35 910	36%	46 228	36%	52 126	38%	60 201	37%	55 477	35%	66 852	39%
DFM	3 610	4%	4 983	4%	4 778	3%	5 265	3%	5 311	3%	6 744	4%
<i>Oběžná aktiva</i>	59 881	59%	74 271	58%	79 488	58%	94 437	59%	95 877	61%	97 658	57%
Zásoby	22 765	23%	29 801	23%	32 887	41%	37 019	23%	36 805	23%	39 642	23%
Pohledávky	28 165	28%	34 188	27%	35 271	26%	43 209	27%	43 059	27%	43 764	25%
Finanční majetek	8 951	9%	10 282	8%	11 330	8%	14 209	9%	16 013	10%	14 251	8%
<i>Ostatní aktiva</i>	1 285	1%	1 656	1%	1 268	1%	1 269	1%	1 052	1%	1 529	1%
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100 686</b>	<b>100%</b>	<b>127 139</b>	<b>100%</b>	<b>137 661</b>	<b>100%</b>	<b>161 172</b>	<b>100%</b>	<b>157 716</b>	<b>100%</b>	<b>172 784</b>	<b>100%</b>
<i>Vlastní kapitál</i>	41 670	41%	54 873	43%	59 386	43%	69 636	43%	68 106	43%	74 682	43%
Základní kapitál	36 809	37%	46 051	36%	46 789	34%	48 160	30%	45 524	29%	45 546	26%
Nerozdělený zisk + fondy	2 400	2%	6 303	5%	8 664	6%	13 955	9%	14 291	9%	20 999	12%
HV b.o.	2 460	2%	2 518	2%	3 933	3%	7 521	5%	6 559	4%	8 137	5%
<i>Cizí zdroje</i>	56 993	57%	70 468	55%	76 545	56%	88 984	55%	86 509	55%	97 495	56%
Rezervy	3 798	4%	4 210	3%	4 217	3%	4 328	3%	4 974	3%	6 815	4%
Dlouhodobé závazky	5 762	6%	7 012	6%	5 949	4%	8 949	6%	-363	0%	6 346	4%
Krátkodobé závazky	30 674	30%	34 967	28%	37 250	27%	44 538	28%	53 633	34%	50 286	29%
BU	16 759	17%	24 279	19%	29 129	21%	31 169	19%	28 264	18%	34 047	20%
dlouhodobé BÚ	5 424	5%	13 113	10%	17 246	13%	20 451	13%	9 226	6%	12 516	7%
krátkodobé BÚ	11 335	11%	11 166	9%	11 883	9%	10 718	7%	19 036	12%	21 516	12%
<i>Ostatní pasiva</i>	2 022	2%	1 798	1%	1 730	1%	2 552	2%	3 101	2%	607	0%

Struktura aktiv v každé společnosti je ovlivněna činností podniku. Ve společnosti PAPCEL, a. s. je v letech 2003-2004 zřejmý převažující podíl stálých aktiv nad aktivy oběžnými. Podíl oběžných aktiv na celkových aktivech se pohybuje kolem 40%, zbývajících 60% tvoří stálá aktiva, a to především dlouhodobý hmotný majetek, který ve všech sledovaných obdobích dosahuje téměř celkové výše stálých aktiv. Podíl dlouhodobého nehmotného a finančního majetku na celkových aktivech je zanedbatelný. V letech 2005-2008 díky nárůstu zakázkové náplně dochází k opačnému trendu, kdy oběžná aktiva každoročně rostou a převyšují stálá aktiva. V roce 2008 zhruba o 40%. Podíl oběžných aktiv na celkových aktivech společnosti je v těchto letech průměrně 67,5%. Nejvýznamnější položkou oběžného majetku jsou zásoby, jejichž průměrná výše ve všech sledovaných obdobích představuje asi 32% celkových aktiv. Další významnou položkou oběžných aktiv jsou pohledávky, u nichž můžeme sledovat růstový trend. Podíl finančního majetku na celkových aktivech byl největší v roce 2007, kdy dosáhl 18%, což souviselo s podepsáním nového kontraktu do Ruské federace koncem roku 2007 a realizací v roce 2008 a tím i s přijatou zálohou v posledním měsíci v roce 2007. V roce 2008 podíl finančního majetku na celkových aktivech klesl na 5%. Při porovnání majetkové struktury

s odvětvím zjistíme, že i u odvětví převažují oběžná aktiva nad stálými. Podíl oběžných aktiv na celkové bilanční sumě činí cca 60%, zbylých 40% tvoří stálá aktiva. Hlavní položkou oběžného majetku jsou zásoby, které se pohybují na úrovni 23% (v roce 2005 to bylo 41%). U pohledávek a finančního majetku můžeme hovořit o poměrně stabilním podílu na celkových aktivech.

Z analýzy pasiv je na první pohled jasná převaha cizího kapitálu nad vlastním. V letech 2003-2004 nebyla tato převaha nikterak vysoká a činila přibližně 10%. Zato v letech 2005-2008 se podíl cizích zdrojů na celkových pasivech každoročně zvyšoval a průměrná výše činila 75% celkových pasiv (v roce 2007 78%). Zbylých cca 25% tvořil vlastní kapitál. Vysoký růst cizích zdrojů v roce 2005 který byl způsoben zvýšením celkové úrovně krátkodobých závazků ve srovnání s rokem 2004. Bankovní úvěry se od roku 2004 stabilizovali a jejich podíl na celkových pasivech činil zhruba 6,5%. V letech 2005-2006 se jedná zejména o dlouhodobé bankovní úvěry, v roce 2007 se dlouhodobé bankovní úvěry snížili na úkor krátkodobých bankovních úvěrů. V roce 2008 došlo k růstu bankovních úvěrů o 11% a to zejména vlivem zvýšení krátkodobých bankovních úvěrů. Převažující podíl cizího kapitálu na úkor vlastního můžeme sledovat i u odvětví, kde podíl cizího kapitálu na celkových pasivech činí přibližně 56%, 43% tvoří vlastní kapitál. Stejně jako společnost PAPCEL, a. s. tak i konkurenční firmy v odvětví využívají především dlouhodobé bankovní úvěry a dávají přednost krátkodobým závazkům.

Aktiva i pasiva společnosti PAPCEL, a. s. vykazují ve sledovaných obdobích růstový trend s výjimkou roku 2004 a 2008, kdy poklesla na 20%. K nejvýznamnějšímu nárůstu aktiv a pasiv společnosti došlo v roce 2005, a to na 79%. Dále pak i v roce 2007, a to na 66%. U majetkové struktury podniku byl tento nárůst způsoben nárůstem oběžných aktiv. Zvýšení oběžného majetku v roce 2005 bylo vyvoláno růstem zásob a zejména růstem nedokončené výroby (37 mil. Kč) a poskytnutím záloh na zásoby (22 mil. Kč). V roce 2007 pak tento nárůst zapříčinil přechod dodávek do 1.Q 2008 a tím vzrostly zásoby (podstatnou část zásob tvořily prvky papírenského stroje od subdodavatelů, připravené k dodávkám v následujícím čtvrtletí). Při bližším pohledu na strukturu oběžných aktiv je zřejmá také zvyšující se výše pohledávek. V roce 2004 to souviselo především s rozsáhlou fakturací průběžných dodávek velkého projektu pro polského zákazníka. V roce 2007 pak s realizací největší zakázky pro rusko-německou společnost, která byla fakturována především v 11. a 12. měsíci 2007 (223 a 263 mil.Kč.). I přes výrazný nárůst oběžných aktiv a s tím spojenou vázaností finančních zdrojů v těchto aktivech, se ve společnosti neprojevil

nedostatek zdrojů, díky výraznému nárůstu zakázkové náplně a s tím spojeným příjmem ze zálohových faktur, což je zřejmé ze zvýšení finančního majetku. Na růst finančního majetku v roce 2007 mělo vliv i inkaso plateb z vysoké fakturace v posledním čtvrtletí roku. Finanční majetek vzrostl až na 527% v roce 2007(22,23 mil. Kč) v porovnání s rokem 2006 (139,461 mil. Kč). K opačnému trendu dochází v roce 2008. kdy došlo ke snížení oběžného majetku a to vlivem všech jeho položek. Co se týče odvětví, tak i zde můžeme sledovat rostoucí trend, avšak ne tak vysoký jako u analyzované společnosti (meziroční růst 08/03 činí 72%). Rychleji rostla aktiva stálá, zhruba o 20% rychleji než aktiva oběžná.

Při pohledu na finanční strukturu vidíme, že důvodem zvýšení celkových pasiv byl značný nárůst cizích zdrojů, a to především krátkodobých závazků, které se meziročně zvyšovaly (meziroční růst 08/03 činí 178%). Ne méně významnou položkou cizích zdrojů jsou bankovní úvěry, které rostly nejvíce v roce 2004 (192%) a v roce 2005 (136%). Důvodem znatelného poklesu zůstatku bankovních úvěrů v roce 2006 bylo konečné splacení revolvingového úvěru. V roce 2007 dochází opět k nárůstu bankovních úvěrů o 17,335 mil. Kč a to ale především krátkodobých, 231%. V roce 2008 to byl růst také krátkodobých bankovních úvěrů na 247%. Při bližším zkoumání struktury vlastního kapitálu vidíme, že hospodářský výsledek běžného období se neustále zvyšuje (v roce 2006 179% v porovnání s rokem 2004 5%, v roce 2007 172%), což se projevilo i u výše kapitálových fondů, které se meziročně zvýšily o 1242%. V roce 2008 se výsledek hospodaření běžného období snížil na – 42%. Je zřejmé, že společnost pracuje převážně s cizím kapitálem, což je považováno za méně nákladné, a tedy i výnosné, avšak vysoký podíl cizích zdrojů je spojen s finančním rizikem. V případě společnosti PAPCEL, a. s. můžeme ale konstatovat, že i při vyšším podílu cizích zdrojů je podnik schopný tvořit zisk, který roste ve všech sledovaných obdobích, v roce 2007 až na hodnotu 53,035 mil. Kč (172%). U odvětví byl růst celkových pasiv ovlivněn zejména růstem vlastního kapitálu (67%) a dále pak i cizím kapitálem, především dlouhodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů.

### **Analýza výnosů a nákladů**

„Vývojové trendy položek výnosů a nákladů společnosti PAPCEL, a. s.“

( v tis. Kč)	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	2007	07/06	2008	08/07	08/03
Tržby za prodej zboží	0	0	0%	125 532	0%	33 265	- 74%	52	-100%	0	-100%	
Výkony	204 097	273 420	34%	362 659	33%	486 048	34%	733 961	51%	715 823	-2%	251%
Tržby z prodeje vlastn. výrobků a služeb	191 606	275 490	44%	324 939	18%	467 581	44%	723 854	55%	665 179	-8%	247%
Změna stavu + aktivace	12 491	- 2 070	-117%	37 720	-1922%	18 467	- 51%	10 107	-45%	50 644	401%	305%
Ostatní výnosy	58 451	6 801	- 88%	14 087	107%	20 654	47%	54 866	166%	47 749	-13%	- 18%
<b>VÝNOSY</b>	<b>262 548</b>	<b>280 221</b>	<b>7%</b>	<b>502 278</b>	<b>79%</b>	<b>539 967</b>	<b>8%</b>	<b>788 879</b>	<b>46%</b>	<b>763 572</b>	<b>- 3%</b>	<b>191%</b>
Náklady na zboží	0	0	0%	115 711	0%	30 331	- 74%	12	-100%	0	-100%	
Výkonová spotřeba	136 288	168 424	24%	269 461	60%	353 525	31%	506 439	43%	544 331	7%	299%
Nákladové úroky	638	686	8%	913	33%	1 832	101%	2 163	18%	4 506	108%	606%
Odpisy	6 621	6 257	- 5%	5 997	- 4%	6 368	6%	6 481	2%	7 359	14%	11%
Osobní náklady	61 914	70 400	14%	80 696	15%	111 315	38%	134 279	21%	139 478	4%	125%
Ostatní náklady	51 139	26 854	- 47%	19 288	- 28%	10 522	- 45%	70 586	571%	28 896	-59%	- 43%
<b>NÁKLADY</b>	<b>256 600</b>	<b>272 621</b>	<b>6%</b>	<b>492 066</b>	<b>80%</b>	<b>513 893</b>	<b>4%</b>	<b>719 960</b>	<b>40%</b>	<b>724 570</b>	<b>1%</b>	<b>182%</b>

„Vývojové trendy položek výnosů a nákladů odvětví.“

( v mil. Kč)	2003	2004	04/03	2005	05/04	2006	06/05	06/03	1-3 čtvrtletí2007	07/06
Tržby za prodej zboží	7 835	15 409	97%	12 570	- 18%	10 805	- 14%	38%	0	-100%
Výkony	107 406	139 511	30%	171 610	23%	199 759	16%	86%	136 314	- 32%
Tržby z prodeje vlastn. výrobků a služeb	104 359	132 189	27%	164 342	24%	189 571	15%	82%	129 358	- 32%
Změna stavu + aktivace	3 047	7 322	140%	7 268	- 1%	10 188	40%	234%	6 956	- 32%
Ostatní výnosy	13 277	17 144	29%	17 244	1%	17 268	%	30%	17 669	2%
<b>VÝNOSY</b>	<b>128 518</b>	<b>172 064</b>	<b>34%</b>	<b>201 424</b>	<b>17%</b>	<b>227 832</b>	<b>13%</b>	<b>77%</b>	<b>153 983</b>	<b>- 32%</b>
Náklady na zboží	6 489	13 693	111%	10 969	- 20%	8 949	- 18%	38%	0	-100%
Výkonová spotřeba	74 032	99 009	34%	127 081	28%	149 129	17%	101%	101 577	- 32%
Nákladové úroky	1 280	1 281	%	1 337	4%	1 492	12%	17%	1 048	- 30%
Odpisy	4 898	5 951	21%	6 831	15%	7 381	8%	51%	7 375	%
Osobní náklady	25 487	28 496	12%	31 288	10%	34 197	9%	34%	20 011	- 41%
Ostatní náklady	12 270	16 592	35%	14 823	- 11%	13 174	- 11%	7%	12 371	- 6%
Daň	1 679	2 262	35%	2 581	14%	2 994	16%	78%	2 521	- 16%
<b>NÁKLADY</b>	<b>126 135</b>	<b>167 284</b>	<b>33%</b>	<b>194 910</b>	<b>17%</b>	<b>217 316</b>	<b>11%</b>	<b>72%</b>	<b>144 903</b>	<b>- 33%</b>

„Procentuální rozbor položek výnosů a nákladů společnosti PAPCEL, a. s.“

( v tis. Kč)	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
Tržby za prodej zboží	0	0%	0	0%	125 532	25%	33 265	6%	52	0%	0	
Výkony	204 097	78%	273 420	98%	362 659	72%	486 048	90%	733 961	93%	715 823	94%
Tržby z prodeje vlastn. výrobků a služeb	191 606	73%	275 490	98%	324 939	65%	467 581	87%	723 854	92%	665 179	87%
Změna stavu + aktivace	12 491	5%	- 2 070	- 1%	37 720	8%	18 467	3%	10 107	1%	50 644	7%
Ostatní výnosy	58 451	22%	6 801	2%	14 087	3%	20 654	4%	54 866	7%	47 749	6%
<b>VÝNOSY</b>	<b>262 548</b>	<b>100%</b>	<b>280 221</b>	<b>100%</b>	<b>502 278</b>	<b>100%</b>	<b>539 967</b>	<b>100%</b>	<b>788 879</b>	<b>100%</b>	<b>763 572</b>	<b>100%</b>
Náklady na zboží	0	0%	0	0%	115 711	24%	30 331	6%	12	0%	0	
Výkonová spotřeba	136 288	53%	168 424	62%	269 461	55%	353 525	69%	506 439	70%	544 331	75%
Nákladové úroky	638	0%	686	0%	913	0%	1 832	0%	2 163	0%	4 506	1%
Odpisy	6 621	3%	6 257	2%	5 997	1%	6 368	1%	6 481	1%	7 359	1%
Osobní náklady	61 914	24%	70 400	26%	80 696	16%	111 315	22%	134 279	19%	139 478	19%
Ostatní náklady	51 139	20%	26 854	10%	19 288	4%	10 522	2%	70 586	10%	28 896	4%
<b>NÁKLADY</b>	<b>256 600</b>	<b>100%</b>	<b>272 621</b>	<b>100%</b>	<b>492 066</b>	<b>100%</b>	<b>513 893</b>	<b>100%</b>	<b>719 960</b>	<b>100%</b>	<b>724 570</b>	<b>100%</b>

„Procentuální rozbor položek výnosů a nákladů odvětví“

( v mil. Kč)	2003		2004		2005		2006		1-3 čtvrtletí 2007	
Tržby za prodej zboží	7 835	6%	15 409	9%	12 570	6%	10 805	5%	0	%
Výkony	107 406	84%	139 511	81%	171 610	85%	199 759	88%	136 314	89%
Tržby z prodeje vlastn. výrobků a služeb	104 359	81%	132 189	77%	164 342	82%	189 571	83%	129 358	84%
Změna stavu + aktivace	3 047	2%	7 322	4%	7 268	4%	10 188	4%	6 956	5%
Ostatní výnosy	13 277	10%	17 144	10%	17 244	9%	17 268	8%	17 669	11%
<b>VÝNOSY</b>	<b>128 518</b>	<b>100%</b>	<b>172 064</b>	<b>100%</b>	<b>201 424</b>	<b>100%</b>	<b>227 832</b>	<b>100%</b>	<b>153 983</b>	<b>100%</b>
Náklady na zboží	6 489	5%	13 693	8%	10 969	6%	8 949	4%	0	%
Výkonová spotřeba	74 032	59%	99 009	59%	127 081	65%	149 129	69%	101 577	70%
Nákladové úroky	1 280	1%	1 281	1%	1 337	1%	1 492	1%	1 048	1%
Odpisy	4 898	4%	5 951	4%	6 831	4%	7 381	3%	7 375	5%
Osobní náklady	25 487	20%	28 496	17%	31 288	16%	34 197	16%	20 011	14%
Ostatní náklady	12 270	10%	16 592	10%	14 823	8%	13 174	6%	12 371	9%
Daň	1 679	1%	2 262	1%	2 581	1%	2 994	1%	2 521	2%
<b>NÁKLADY</b>	<b>126 135</b>	<b>100%</b>	<b>167 284</b>	<b>100%</b>	<b>194 910</b>	<b>100%</b>	<b>217 316</b>	<b>100%</b>	<b>144 903</b>	<b>100%</b>

Na celkových výnosech společnosti PAPCEL, a.s. se nejvíce podílely tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, z čehož je evidentní, že firma má výrazně výrobní charakter. V roce 2004 tvořily tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb dokonce 98% celkových výnosů. V tomto roce, stejně jako v roce 2003 a 2008, firma neměla žádné tržby z prodeje zboží. Ostatní výnosy se na celkových výnosech podílejí minimálně s výjimkou roku 2003, kdy dosahovaly 22% celkových výnosů. Výkony se díky nárůstu tržeb za vlastní výroby a služby každoročně zvyšují. Za posledních šest let se zvýšily o 251%.

U odvětví můžeme sledovat podobný trend jako u společnosti PAPCEL, a. s. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb tvoří cca 80% celkových výnosů. Ostatní výnosy a tržby z prodeje zboží se nijak významně nepodílejí na celkových výnosech (přibližně 10%).

Podíl jednotlivých druhů nákladů na celkových nákladech je poměrně stabilní ve všech sledovaných obdobích jak ve společnosti PAPCEL, a. s. tak i u odvětví. Nevýznamnější položkou nákladů je výkonová spotřeba (cca 64%), která rostla do roku 2007 zhruba o 12% rychleji než objem výkonů, což nelze hodnotit pozitivně, ale vzhledem ke stále se zvyšujícím tržbám se dá říci, že společnost pracovala úspěšně a tento růst pro ni nebyl nikterak závažný. Růst výkonové spotřeby byl ve společnosti PAPCEL, a. s. ovlivněn zejména cenami vstupů, nerez ocelí, energií atd. Tyto negativní vlivy se podařilo eliminovat důsledným výběrem dodavatelů a úsporami ostatních nákladových položek. Ostatně i u odvětví byl tento růst zhruba 12%. Ostatní náklady se na celkových nákladech nepodílejí nijak významně. Osobní náklady dosahují přibližně 20% celkových nákladů ve všech sledovaných obdobích a za tuto dobu vzrostly o 125%, což vzhledem k celkovému růstu výnosů nelze hodnotit negativně, protože stálé meziroční zvyšování tržeb vyžaduje nejen dostatek pracovníků, ale i dostatek výrobních a administrativních prostor. Meziročně se také zvýšily výdaje do výrobních technologií. Podíl nákladových úroků na celkových nákladech je zcela zanedbatelný. Podíl osobních nákladů u odvětví je o něco nižší a dosahuje zhruba úrovně 17% celkových nákladů (meziroční zvýšení 34%). Ostatní náklady se u odvětví podílejí zhruba 10% na celkových nákladech.

## Rozdílové ukazatele

Mezi nejdůležitější rozdílové ukazatele patří položka ČPK.

*„Čistý pracovní kapitál v letech 2003 – 200 (údaje v tis. Kč)“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Oběžná aktiva	101 319	95 024	288 825	267 181	578 389	422 165
Krátkodobé cizí zdroje	122 236	100 251	262 754	275 976	529 375	429 315
ČPK	- 20 917	- 5 227	26 071	- 8 795	49 014	- 7 150

Výsledné hodnoty ČPK ve všech sledovaných obdobích mimo roku 2005 a 2007 dosahují záporných hodnot, což znamená, že krátkodobé závazky převyšují krátkodobá aktiva, která jsou zdrojem splácení těchto závazků. V roce 2005 a zejména v roce 2007 si společnost vytvořila značně vysokou finanční rezervu pro krytí neočekávaných závazků.

Záporné hodnoty ČPK velice negativně napovídají o solventnosti společnosti. Tento stav je však ve společnosti PAPCEL, a. s. způsoben značným nesouladem mezi přijatými a poskytnutými zálohami na zásoby. V případě, že bych počítala ČPK s hodnotami očištěnými o tyto zálohy, dostala bych se s výjimkou roku 2003 do kladných hodnot, což by znamenalo, že společnost má volnou zásobu finančních prostředků na krytí neočekávaných událostí.

## Poměrové ukazatele

### Ukazatele zadluženosti

*„Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury společnosti PAPCEL“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	55,19%	52,36%	73,04%	70,96%	77,67%	75,67%
Míra zadluženosti	1,23	1,10	2,71	2,46	3,48	3,11
DL. cizí zdroje / cizí zdroje	5,40%	5,72%	10,69%	9,58%	4,33%	5,82%
Dl. cizí zdroje / dl. kapitál	5,13%	5,91%	22,47%	19,06%	13,10%	15,32%
Krytí dl. aktiv dl. zdroji	0,97	0,84	1,05	0,92	1,14	1,00
Krytí dl. aktiv VK	0,75	0,79	0,81	0,74	0,99	0,84
Úrokové krytí	6,40	11,08	11,19	14,23	31,86	9,66

*„Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury odvětví“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	56,60%	55,43%	55,60%	55,21%	54,85%	56,43%
Míra zadluženosti	1,37	1,28	1,29	1,28	1,27	1,31
DL. cizí zdroje / cizí zdroje	19,63%	28,56%	30,30%	33,04%	10,24%	19,36%
Dl. cizí zdroje / dl. kapitál	21,16%	26,83%	28,09%	29,69%	11,52%	20,19%
Krytí dl. aktiv dl. zdroji	1,05	1,07	1,04	1,06	1,27	1,27
Krytí dl. aktiv VK	1,33	1,46	1,45	1,51	1,12	1,01
Úrokové krytí	2,86	4,73	5,87	8,05	8,59	5,48

Z ukazatelů zadluženosti je jasně patrné, že společnost PAPCEL, a. s. využívá především cizí kapitál. Celková zadluženost společnosti PAPCEL, a. s. každoročně roste, což nemůžeme hodnotit pozitivně. V porovnání s odvětvím je zadluženost podniku v letech 2005-2007 cca o 20% vyšší. V roce 2007 dosahuje maximální hodnoty 77,67%. Toto zadlužení ovlivňují zejména krátkodobé cizí zdroje, podnik využívá méně dlouhodobých cizích zdrojů oproti odvětví. Podle ukazatele krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými

zdroji má podnik problémy i s udržением dlouhodobé finanční rovnováhy a vypovídá o podkapitalizaci společnosti, která musí krýt část svého dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji. Pozitivně však můžeme hodnotit vývoj od roku 2005, kdy v roce 2005, 2007 a 2008 se společnosti podařilo dodržet požadavek, aby dlouhodobá aktiva byla kryta dlouhodobými zdroji. Odvětví tento požadavek splňuje ve všech sledovaných obdobích. Pozitivně však můžeme hodnotit ukazatele úrokového krytí, které svědčí o schopnosti podniku splácet své úroky z úvěrů a dokonce si vytváří značnou rezervu pro možné přijetí dalších půjček. U odvětví se hodnoty tohoto ukazatele dokonce v roce 2003 a 2004 pohybují pod doporučenou hodnotou 5. Od roku 2006 je ale nastolen pozitivní vývoj a ukazatel úrokového krytí každoročně roste. V roce 2008 dochází k poklesu na hodnotu 5,48.

Využívání leasingu u podniků může negativně ovlivnit některé ukazatele finanční analýzy. Proto při mých výpočtech zahrnu do rozvahy současnou hodnotu leasingových splátek a výsledné hodnoty porovnám s hodnotami vypočtenými bez zahrnutí leasingu.

Zahrnuté leasingové splátky do rozvahy z ukazatelů zadluženosti nejvíce ovlivnily podíl dlouhodobých cizích zdrojů na dlouhodobém kapitálu a na cizích zdrojích. Celková zadluženost, krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem a míra zadlužení nebyly nijak významně ovlivněny. Požadavek na krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji byl zachován i se zahrnutým leasingem. Podíl dlouhodobých cizích zdrojů na dlouhodobém kapitálu a celkových cizích zdrojích je zhruba o 4,00% vyšší.

### **Ukazatele likvidity**

*„Ukazatele likvidity společnosti PAPCEL, a. s.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Doporučené hodnoty MPO
Běžná likvidita	0,83	0,95	1,10	0,97	1,09	0,98	1,5-2
Pohotová likvidita	0,25	0,32	0,61	0,35	0,64	0,42	1
Okamžitá likvidita	0,03	0,02	0,19	0,08	0,26	0,08	0,2
Podíl ČPK na OA	-20,64%	-5,50%	9,03%	-3,29%	8,47%	-1,69%	
Podíl ČPK na A	-8,23%	-2,14%	5,99%	-1,93%	6,46%	-1,18%	



„Ukazatele likvidity odvětví.“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Doporučené hodnoty MPO
Běžná likvidita	1,43	1,61	1,62	1,71	1,79	1,36	1,5-2
Pohotová likvidita	0,88	0,96	0,95	1,04	1,10	0,99	1
Okamžitá likvidita	0,21	0,22	0,23	0,26	0,15	0,24	0,2
Podíl ČPK na OA	29,85%	37,89%	38,19%	41,49%	44,06%	48,51%	
Podíl ČPK na A	17,75%	22,13%	22,05%	24,31%	26,78%	27,42%	

Společnost PAPCEL, a. s. se na rozdíl od odvětví potýká s velmi rizikovou likviditou ve všech sledovaných obdobích, kdy hodnoty běžné, pohotové i okamžité likvidity se pohybují na úrovni mnohem nižší než jsou doporučované hodnoty. Společnost by nebyla schopná uhradit své krátkodobé závazky, i kdyby zpeněžila veškerá svá krátkodobá aktiva. V těchto letech by musela společnost přistoupit i ke zpeněžení části svých stálých aktiv nebo spoléhat na případný odprodej zásob. Pouze v roce 2005 a 2007 dosahuje okamžitá likvidita společnosti doporučených hodnot. Odvětví splňuje doporučené hodnoty u všech stupňů likvidity ve všech sledovaných obdobích.

Hlavní položkou krátkodobých pasiv v rozvaze společnosti PAPCEL, a. s. jsou krátkodobé přijaté zálohy, které ovlivňují i výsledné hodnoty ukazatelů likvidity. Proto jsem pro srovnání spočítala tyto ukazatele i s krátkodobými pasivy očištěnými o tyto přijaté zálohy. Výsledné hodnoty všech ukazatelů likvidity s upravenými hodnotami krátkodobých závazků vyznívají pro společnost PAPCEL, a. s. mnohem lépe. Přesto však v roce 2003 a 2004 není dosaženo doporučených hodnot. Jiná situace nastává v letech 2005-2007, kdy by společnost splňovala doporučené hodnoty ukazatelů likvidity s výjimkou pohotové likvidity v roce 2006. V roce 2008 dosahuje společnost doporučené hodnoty pouze u běžné likvidity.

„Upravené ukazatele likvidity společnosti PAPCEL, a. s.“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Doporučené hodnoty MPO
Běžná likvidita	0,84	1,07	2,82	2,18	2,13	1,50	1,5-2
Pohotová likvidita	0,25	0,36	1,56	0,80	1,26	0,64	1
Okamžitá likvidita	0,03	0,03	0,49	0,18	0,30	0,12	0,2
Podíl ČPK na OA	-19,65%	6,96%	56,94%	40,23%	53,12%	33,18%	
Podíl ČPK na A	-7,84%	2,71%	37,79%	23,53%	40,52%	39,43%	

## Ukazatele rentability

Rentabilita hodnotí výnosnost vloženého kapitálu a je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a zároveň ukazuje, jak úspěšné bylo rozhodování podnikového managementu.

### „Ukazatele rentability společnosti PAPCEL, a. s.“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita VK	3,58%	5,72%	5,97%	14,80%	31,33%	21,01%
Rentabilita celkového kapitálu	2,59%	3,40%	2,56%	6,11%	9,37%	7,19%
Rentabilita tržeb	2,13%	2,43%	1,55%	3,90%	7,33%	4,65%
Rentabilita úplatného kapitálu	6,36%	6,39%	7,45%	17,14%	32,80%	17,44%
Rentabilita nákladů	2,75%	3,10%	2,32%	5,53%	10,59%	6,26%
Rentabilita výnosů	2,51%	2,96%	2,21%	5,17%	9,01%	5,70%

### „Ukazatele rentability odvětví.“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita VK	1,69%	4,59%	6,62%	10,80%	9,63%	10,90%
Rentabilita celkového kapitálu	3,64%	4,76%	5,70%	7,45%	8,31%	8,01%
Rentabilita tržeb	0,63%	1,71%	2,22%	3,75%	3,57%	7,46%
Rentabilita úplatného kapitálu	6,27%	7,66%	10,25%	11,91%	13,60%	12,73%
Rentabilita nákladů	2,90%	3,62%	4,03%	5,52%	6,25%	6,25%
Rentabilita výnosů	2,85%	3,52%	3,90%	5,27%	5,92%	5,95%

Z ukazatelů rentability můžeme hodnotit jak společnost PAPCEL, a. s. tak i odvětví pozitivně. Společnost je schopná efektivně využívat jak vlastní, tak cizí úročený kapitál. Ziskovost vložených prostředků je vyšší než výnosové úroky poskytované bankou, podnik je schopný dosáhnout výdělku z investovaného kapitálu a rentabilita úplatného kapitálu je vyšší než úroková míra z úvěrů. Zisková marže každoročně roste (v roce 2008 došlo k mírnému poklesu) a podnik je trvale ziskový. V porovnání s odvětvím je rentabilita celkového kapitálu nižší, jinak jsou hodnoty srovnatelné. Rentabilita celkového kapitálu se zahrnutím leasingu v analyzované společnosti dosahuje v roce 2007 9,12%, což je o 0,25% méně. V ostatních letech využívání leasingu nijak neovlivnilo ukazatele rentability.

## Multiplikátor vlastního kapitálu

Rentabilitu vlastního kapitálu ovlivňuje více činitelů jako např. rentabilita celkového kapitálu, zdanění, zadluženost. Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřuje úroková redukce zisku a tzv. finanční páka. Tyto dva faktory působí protichůdně. Zvyšující se cizí zdroje mají pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu (roste ukazatel finanční

páky). Naopak působí zvyšování cizích zdrojů na zvýšení úroků, které snižují rentabilitu vlastního kapitálu (pokles ukazatele úrokové redukce zisku).

*„Multiplikátor vlastního kapitálu společnosti PAPCEL, a. s.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBT/EBIT	0,90	0,92	0,92	0,93	0,97	0,90
A/VK	2,23	2,10	3,71	3,46	4,48	4,11
Multiplikátor	2,01	1,93	3,41	3,22	4,35	3,70

Jak vyplývá z uvedených hodnot multiplikátoru, zvyšování cizích zdrojů ve společnosti PAPCEL, a. s. by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech letech.

**Ukazatele aktivity**

*„Ukazatele aktivity společnosti PAPCEL, a. s.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv z tržeb	0,75	1,12	1,04	1,10	0,95	1,10
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,03	1,15	1,15	1,18	1,04	1,26
Obrat zásob	2,71	4,35	3,49	2,96	3,05	2,77
Obrat pohledávek	12,17	9,94	6,80	10,37	4,15	4,46
Obrat závazků	4,61	4,80	7,23	5,71	3,91	5,02
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	131	83	103	122	118	101
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	29	36	53	35	87	81
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	77	75	50	63	92	72

*„Ukazatele aktivity odvětví.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,11	1,16	1,29	1,24	1,16	1,07
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,28	1,00	1,46	1,41	1,40	1,35
Obrat zásob	4,93	4,95	5,38	5,41	4,99	4,68
Obrat pohledávek	3,98	4,32	5,02	4,64	4,27	4,24
Obrat závazků	3,66	4,41	4,75	4,50	3,48	3,69
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	73	73	67	66	72	77
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	90	83	72	78	84	85
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	98	82	76	80	105	98

Co se týče obratovosti celkových aktiv z tržeb i z výnosů nezaznamenáme nijak výrazný rozdíl jak ve společnosti PAPCEL, a. s., tak i u odvětví. Dosažené hodnoty jsou v celku srovnatelné s odvětvím (o něco málo nižší), ale přesto jsou vyšší než požadovaná minimální hodnota 1. Tato hodnota je dodržena i u obratovosti aktiv na bázi výnosů se

zahrnutými leasingovými splátkami. U obratovosti aktiv z tržeb se tato hodnota dostává těsně pod 1. Dalo by se tedy říci, že společnost využívá svůj majetek efektivně. U doby obratu zásob jsou již hodnoty zcela rozdílné, u odvětví je průměrná doba obratu 70 dní, u analyzované společnosti činí doba obratu přes 100 dní, což je především způsobeno rozpracovaností jednotlivých zakázek s dobou realizace delší než 1 rok. Jedná se především o nedokončenou výrobu a typové stroje od subdodavatelů, které jsou na tyto zakázky skladovány. Nejde tedy o nepotřebnou skladovou zásobu.

Výrazné rozdíly nenajdeme ani u doby obratu pohledávek a závazků. Lepších výsledků dosahuje analyzovaná společnost. Průměrná doba splatnosti faktur činí v analyzované společnosti 45 dní, takže prodloužením doby obratu pohledávek v roce 2007 a 2008 na 87 a 81 dní nejsou dodrženy stanovené podmínky ze strany odběratelů. V porovnání s dobou obratu pohledávek je doba obratu závazků vyšší, je tedy zachováno pravidlo solventnosti, které říká, že doba obratu závazků by měla dosáhnout alespoň hodnoty doby obratu pohledávek. Odvětví toto pravidlo také dodržuje.

Pokud by byla doba obratu závazků větší než součet doby obratu zásob a pohledávek, znamenalo by to, že dodavatelské úvěry financují pohledávky i zásoby. To se však ve společnosti PAPCEL, a. s. nepotvrdilo, protože doba obratu závazků ve všech sledovaných obdobích nedosahuje na součet doby obratu zásob a pohledávek.

I na ukazatele aktivity využití leasingu nemělo žádný podstatný vliv.

## Další ukazatele

*„Další poměrové ukazatele společnosti PAPCEL, a. s.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Přidaná hodnota/Počet zaměstnanců	344,21	522,37	472,56	529,13	795,67	639,90
Tržby/Počet zaměstnanců	972,62	1370,60	1490,55	1826,49	2531,14	2482,01
Osobní náklady/Počet zaměstnanců	314,28	350,25	370,17	434,82	469,51	520,44
Výkonová spotřeba/Výnosy	51,91%	60,10%	53,65%	65,47%	64,20%	71,29%
Osobní náklady/Výnosy	23,58%	25,12%	16,07%	20,62%	17,02%	18,27%
Odpisy/Výnosy	2,52%	2,23%	1,19%	1,18%	0,82%	0,96%
Nákladové úroky/Výnosy	0,24%	0,24%	0,18%	0,34%	0,27%	0,59%
Přidaná hodnota/Výnosy	25,83%	37,47%	20,51%	25,09%	28,85%	22,46%
Osobní náklady/Přidaná hodnota	91,31%	67,05%	78,33%	82,18%	59,01%	81,33%
Odpisy/Přidaná hodnota	9,76%	5,96%	5,82%	4,70%	2,85%	4,29%
Nákl.úr./Přidaná hodnota	0,94%	0,65%	0,89%	1,35%	0,95%	2,63%
VH před zd./Přidaná hodnota	8,77%	7,24%	9,91%	19,25%	30,29%	22,74%

„Další poměrové ukazatele odvětví.“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Výkonová spotřeba/Výnosy	57,60%	57,50%	63,10%	65,50%	65,48%	62,67%
Osobní náklady/Výnosy	19,83%	17,18%	13,73%	15,01%	12,86%	13,55%
Odpisy/Výnosy	3,81%	3,59%	3,00%	3,24%	5,13%	5,26%
Nákladové úroky/Výnosy	0,99%	0,74%	0,66%	0,65%	0,69%	1,08%
Přidaná hodnota/Výnosy	27,02%	26,55%	22,90%	22,04%	22,19%	2,12%
Osobní náklady/Přidaná hodnota	73,41%	67,50%	68,20%	65,10%	57,95%	63,90%
Odpisy/Přidaná hodnota	14,11%	14,10%	14,81%	11,81%	23,12%	24,79%
Nákl.úr./Přidaná hodnota	3,69%	3,03%	2,90%	2,39%	3,11%	5,12%
VH před zd./Přidaná hodnota	6,86%	11,32%	14,12%	16,83%	23,58%	22,93%

Zajímavé je i porovnání s odvětvím v případě ostatních poměrových ukazatelů. Přidaná hodnota na zaměstnance má mimo roku 2004 a 2008 (kdy mírně klesla) rostoucí tendenci. Tržby na jednoho zaměstnance rostou kontinuálně od roku 2003 a v roce 2007 dosahují svého maxima. S rostoucími tržbami rostou i osobní náklady na zaměstnance, zatímco podíl osobních nákladů na výnosech se snižuje. I přesto, že podíl osobních nákladů na výnosech u odvětví je zhruba o 5% nižší může být analyzovaná společnost hodnocena pozitivně. Podíl výkonové spotřeby na výnosech je obdobný jako u odvětví. V případě přidané hodnoty je na tom o něco lépe analyzovaná společnost, která má ve všech sledovaných obdobích nižší podíl odpisů, nákladových úroků a vyšší podíl hospodářského výsledku před zdaněním na přidané hodnotě v roce 2003 a 2006. Horších výsledků však dosahuje v případě osobních nákladů na přidané hodnotě (odvětví přibližně 68%, podnik průměrně 75%). Pozitivně můžeme hodnotit skutečnost, že v roce 2007 podíl osobních nákladů na přidané hodnotě klesl z 82,18% na 59,1%. V roce 2008 se však znovu dostal na hodnotu 81,33%.

### Souhrnné ukazatele

#### *Altmanův model (Z-skóre)*

Altmanův model je finanční, predikční model, který souhrnně vyjadřuje finanční situaci podniku. Při hodnotách Z vyšších jak 2,99 má firma uspokojivou finanční situaci. Z v rozmezí 1,81 až 2,99 znamená nevyhraněnou finanční situaci a při Z menším než 1,81 má firma velmi silné finanční problémy. Toto hodnocení však platí pro akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi. Protože společnost PAPCEL, a. s. není veřejně obchodovatelná na kapitálových trzích, použila jsem pro výpočet Z-skóre Altmanova vztahu pro ostatní podniky a pro srovnání i výpočet Z-skóre pro upravené české podmínky.

Hranice pro předvídání finanční situace jsou v tomto případě následující. Z větší než 2,9 znamená uspokojivou finanční situaci, při Z v rozmezí hodnot 1,2-2,9 se podnik nachází v šedé zóně a v případě Z menšího než 1,2 má podnik velmi silné finanční problémy.

„ Altmanův model společnosti PAPCEL, a. s. “

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
0,717 * ČPK/A	-0,0588	-0,0151	0,0430	-0,0143	0,0464	-0,0085
0,847 * ČZ/A	0,0136	0,0229	0,0136	0,0364	0,0592	0,0433
3,107* EBIT/A	0,0808	0,1060	0,0808	0,1900	0,2913	0,2235
0,420 * VK/CIZÍ ZDROJE	0,3410	0,3820	0,1550	0,1710	0,1207	0,1350
0,998 * T/A	0,7526	1,1279	0,7451	1,0215	0,9528	1,0974
Z-skóre	1,1292	1,6237	1,0375	1,4046	1,4704	1,4907

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1,2 * ČPK/A	-0,0984	-0,0252	0,0720	-0,0240	0,0776	-0,0142
1,4 * ČZ/A	0,0224	0,0378	0,0224	0,0602	0,0979	0,0715
3,3 * EBIT/A	0,0858	0,1122	0,0858	0,2013	0,3094	0,2373
0,6 * VK/CIZÍ ZDROJE	0,4872	0,5460	0,2214	0,2442	0,1725	0,1929
1,0 * T/A	0,7541	1,1302	0,7466	1,0235	0,9547	1,0996
1,0 * Z/V	0,0951	0,1540	0,0495	0,1029	0,1444	0,1290
Z-skóre pro upravené české podmínky	1,1560	1,6470	1,0987	1,4023	1,4677	1,4581

Z výsledných hodnot je patrné, že nízké hodnoty tohoto ukazatele jsou nejvíce ovlivněny zápornými hodnotami čistého pracovního kapitálu, obratem aktiv k čistému zisku, který je ve všech obdobích na velmi nízké úrovni a také hodnotami EBIT/A a podílu VK na cizích zdrojích. Nejlepších hodnot bylo dosaženo v roce 2004, na čemž se podílely zejména hodnoty poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů, zlepšující se obrat aktiv k čistému zisku a poměr tržeb a aktiv. I přesto, že společnost PAPCEL, a. s. ve všech sledovaných obdobích vykazovala kladný výsledek hospodaření, nedosahuje v roce 2003 a 2005 ani na hranici šedé zóny, což znamená že společnost má velmi silné finanční problémy. V roce 2004, 2006, 2007 a 2008 se situace zlepšila a výsledné hodnoty spadají do intervalu nacházející se v šedé zóně. Společnost by především měla zvýšit svoji likviditu, což by pozitivně ovlivnilo hodnotu Z-skóre. Zvýšení likvidity by přispělo k lepším výsledkům ukazatele pracujícího s čistým pracovním kapitálem. Z-skóre pro upravené české podmínky vychází zhruba na stejné úrovni.

## ***Index IN 01***

Index důvěryhodnosti IN 01 zkoumá především výkonnost podniku a dosahování základního ekonomického cíle stanoveného podnikem. Podle tohoto modelu hodnota indexu vyšší než 1,77 znamená, že podnik tvoří hodnotu. V rozmezí hodnot 0,75 až 1,77 se podnik nachází v šedé zóně. Hodnoty indexu menší než 0,75 znamenají, že podnik spěje k bankrotu.

### *„Index IN 01 společnosti PAPCEL, a. s.“*

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
0,13 * A/CK	0,2360	0,2480	0,1780	0,1830	0,1674	0,1720
0,04 * EBIT/NÚ	0,4130	0,4830	0,4870	0,6100	1,3330	0,3462
3,92 * EBIT/A	0,1020	0,1330	0,1020	0,2390	0,3675	0,2527
0,21 * V/A	0,2169	0,2414	0,2424	0,4652	0,2185	0,2651
0,09 * OA/(CZ+KBU)	0,0750	0,0850	0,0900	0,0810	0,0983	0,0885
INDEX IN01	1,0429	1,1904	1,0994	1,5782	2,1847	1,1245

Podle tohoto modelu se společnost PAPCEL, a. s. v letech 2003-2006 nachází v šedé zóně, charakterizující podniky nebankrotující ani netvořící hodnotu. Výsledné hodnoty indexu IN 01 jsou o něco lepší než hodnoty Altmanova modelu, zejména v letech 2003 a 2005, podle kterého má společnost velké finanční problémy. Problémy jsou opět způsobeny nízkou likviditou. Nejlepších výsledků bylo dosaženo v roce 2007, kdy se hodnoty podle tohoto indexu společnost PAPCEL, a. s. tvoří hodnotu. V roce 2008 se opět podnik dostává do šedé zóny, což je především způsobeno nízkou hodnotou úrokového krytí.

I v tomto případě musím podotknout, že likvidita společnosti PAPCEL, a. s. je značně ovlivněna vysokým podílem krátkodobých přijatých záloh.

## **DuPontův rozklad rentability vlastního kapitálu ROE**

Jak se na výsledné ziskovosti vlastního kapitálu podílejí jednotlivé ukazatele nám umožňuje získat pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu. Výsledné ROE získáme jako součin položek ziskového rozpětí ( EBIT/T), obratu aktiv (T/A) a finanční páky (A/VK).

„DuPontův rozklad rentability ROE“

Položka	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ziskové rozpětí	0,02	0,02	0,01	0,04	0,07	0,05
Obrat aktiv	1,03	1,15	1,15	1,18	1,04	1,26
Finanční páka	2,23	2,10	3,71	3,46	4,48	4,11
ROE	3,69%	5,79%	5,99%	14,74%	31,21%	25,89%

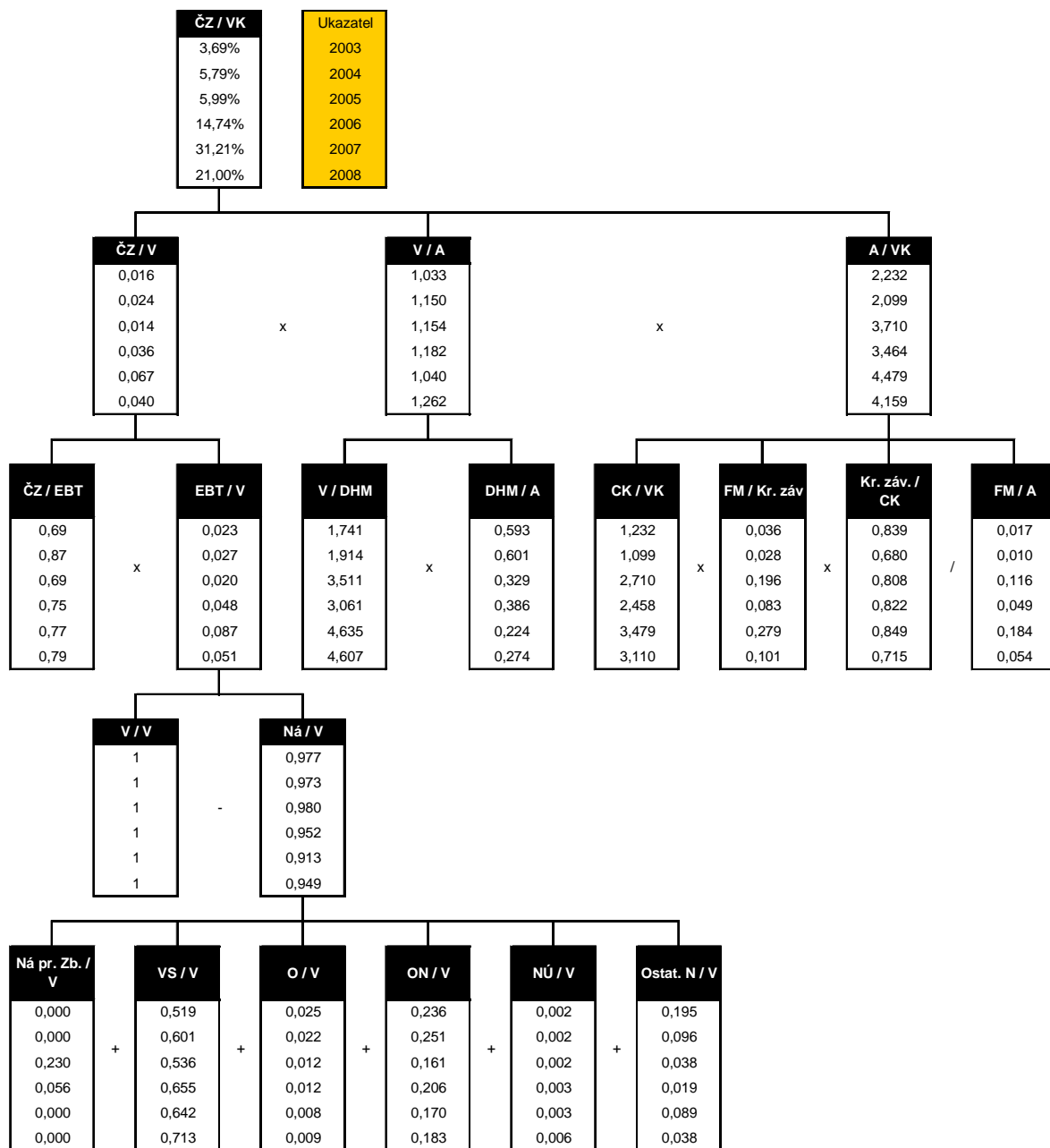
Hodnoty rentability vlastního kapitálu se každoročně zvyšují, s výjimkou roku 2008 kdy dochází k poklesu o 5,32% v porovnání s rokem 2007. Přesto tato hodnota je vyšší než v letech 2003-2006 a svědčí o tom, že se společnosti podařilo zhodnotit vlastní kapitál. Příčinou tohoto pozitivního výsledku jsou zejména vysoké hodnoty finanční páky a to především růstu cizího kapitálu, tedy, že aktiva společnosti jsou financována cizími zdroji. Zadluženost se však současně promítá do výsledných hodnot prvních dvou ukazatelů. U ziskového rozpětí snižují zisk o hodnotu úroků, které musí společnost platit za přírůstek cizího kapitálu. V případě obratu aktiv se zadluženost odráží na vyšší hodnotě aktiv, a tedy na snížení výsledné hodnoty obratu. Co se týče společnosti PAPCEL, a. s., můžeme říci, že zvýšení zadluženosti má pozitivní vliv na celkové ROE, protože společnost je schopná vyprodukovat více zisku tak, aby vykompenzovala pokles ziskového rozpětí a obratu aktiv.

**Pyramidový rozklad poměrového ukazatele ROE**

Výslednou hodnotu rentability vlastního kapitálu ROE v roce 2007 nejvíce ovlivnil ukazatel finanční páky a to především podíl cizího kapitálu na vlastním kapitálu a zvýšení finančního majetku o 520%. Zvýšení ziskové marže mělo také velmi pozitivní vliv na celkové ROE. Ziskové marže se zvýšily zejména v důsledku snížení podílu výkonové spotřeby, odpisů, osobních a ostatních nákladů na výnosech. Naopak negativně působilo snížení obratovosti aktiv. To bylo způsobeno zvýšením podílu výnosů na DHM a snížením podílu DHM na celkových aktivech. V roce 2008 došlo k snížení vrcholového ukazatele ROE v porovnání s rokem 2007 o 10,21%. Tuto skutečnost nejvíce ovlivnilo snížení všech ukazatelů působící na finanční páku a to především snížení podílu finančního majetku na krátkodobých závazcích a na aktivech. Pozitivně můžeme hodnotit zvýšení obratovosti aktiv v důsledku snížení dlouhodobého hmotného majetku o 4 470 tis. Kč. Zisková marže naopak působila na vrcholový ukazatel negativně v důsledku zvýšení podílu nákladů na výnosech a to především zvýšením výkonové spotřeby, odpisů, osobních nákladů a nákladových úroků. Přesto můžeme hodnotu vrcholového ukazatele v roce 2008 hodnotit



kladně, protože je to druhý nejlepší výsledek ve sledovaném období. V porovnání s rokem 2003 (začátek sledovaného období) došlo v roce 2008 k nárůstu hodnoty ROE o 17,31%.



„Rozklad rentability vlastního kapitálu v letech 2003 – 2008“

# PŘÍLOHA P II: ROZVAHA 2003-2005

rozvaha / balance sheet



rozvaha / balance sheet

progressive engineering - progressive

AKTIVA ASSETS	Běžné účetní období 2005 Current accounting period 2005			Min. účetní obd. r. 2004 Previous accounting period 2004	Účetní obd. r. 2003 Accounting period 2003
	Brutto Gross	Korekce Correction	Netto Net	Netto Net	Netto Net
<b>AKTIVA CELKEM TOTAL ASSETS</b>	<b>496 609</b>	<b>-61 394</b>	<b>435 215</b>	<b>243 750</b>	<b>254 087</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK FIXED ASSETS</b>	<b>204 019</b>	<b>-59 925</b>	<b>144 094</b>	<b>147 616</b>	<b>151 807</b>
<b>DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK INTANGIBLE ASSETS</b>	<b>3 806</b>	<b>-3 006</b>	<b>800</b>	<b>974</b>	<b>811</b>
Software	3 806	-3 006	800	974	811
<b>DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK FIXED (TANGIBLE) ASSETS</b>	<b>199 235</b>	<b>-56 163</b>	<b>143 072</b>	<b>146 420</b>	<b>150 774</b>
Pozemky Land	9 572	0	9 572	9 572	9 572
Stavby Buildings	150 557	-22 718	127 839	130 486	133 022
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí Capital equipment (machines, instruments, vehicles)	38 734	-33 445	5 289	6 342	7 795
Jiný dlouhodobý hmotný majetek Other fixed tangible assets	20	0	20	20	0
Nedokočený dlouhodobý hmotný majetek Acquisition of fixed assets in progress	352	0	352	0	385
Dlouhodobý finanční majetek Fixed financial assets	978	-756	222	222	222
Podíly v ovládaných a řízených osobách Shares in controlled and controlling persons	978	-756	222	222	222
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA CURRENT ASSETS</b>	<b>290 294</b>	<b>-1 469</b>	<b>288 825</b>	<b>95 024</b>	<b>101 319</b>
<b>ZÁSoby INVENTORY</b>	<b>129 036</b>	<b>0</b>	<b>129 036</b>	<b>62 925</b>	<b>70 821</b>
Materiál Raw material	21 511	0	21 511	13 591	16 325
Nedokončená výroba a polotovary Work in process	59 218	0	59 218	22 436	28 028
Výrobky Manufactured goods	18 764	0	18 764	18 299	19 369
Zboží Merchandise	7 682	0	7 682	8 596	0
Poskytnuté zálohy na zásoby Deposits given for inventory acquisition	21 861	0	21 861	3	7 099
<b>KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY ACCOUNTS RECEIVABLE</b>	<b>110 941</b>	<b>-1 469</b>	<b>109 472</b>	<b>29 677</b>	<b>26 294</b>
Pohledávky z obchodních vztahů Receivables from trade relations	67 705	-1 469	66 236	27 513	15 738
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba Receivables - controlling person	0	0	0	120	0
Stát - daňové pohledávky State - tax receivable	7 532	0	7 532	5	3 801
Krátkodobé poskytnuté zálohy Short-term given deposits	9 493	0	9 493	597	1 008
Jiné pohledávky Other accounts receivable	26 177	0	26 177	1 442	5 747
<b>FINANČNÍ MAJETEK KRÁTKODOBÝ CURRENT LIQUID ASSETS</b>	<b>50 317</b>	<b>0</b>	<b>50 317</b>	<b>2 422</b>	<b>4 204</b>
Peníze Petty cash and deposits in transit	3 414	0	3 414	1 091	411
Účty v bankách Cash in bank	46 903	0	46 903	1 331	3 793
Časové rozlišení Accrual accounts	2 296	0	2 296	1 110	961
Náklady příštích období Pre-paid expenses	2 296	0	2 296	1 110	931
Příjmy příštích období Unbilled revenue	0	0	0	0	30

V celých tisících Kč In whole thousands of CZK

PASIVA LIABILITIES	Stav v běžném účetním období 2005 Current accounting period 2005	Stav v minulém účetním období 2004 Previous accounting period 2004	Stav v předminulém účetním období 2003 Accounting period 2003
<b>PASIVA CELKEM</b> LIABILITIES AND OWNER'S	435 215	243 750	254 087
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b> TOTAL LIABILITIES AND OWNER'S EQUITY	117 322	116 123	113 857
<b>ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b> OWNER'S EQUITY	98 960	98 960	98 960
<b>REZERVNÍ FOND, NEDĚLITELNÝ A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU</b> RESTRICTED RETAINED EARNINGS	1 892	1 544	1 322
Zákonný rezervní fond Statutory reserve account	1 636	1 304	1 100
Statutární a ostatní fondy Other equity accounts	256	240	222
<b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK MINULÝCH LET</b> RETAINED EARNINGS	9 469	8 971	9 494
Nerozdělený zisk minulých let Retained earnings	9 469	8 971	9 574
Neuhrazená ztráta minulých let Retained earnings deficit (retained loss)	0	0	- 80
<b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK BĚŽNÉHO ÚČETNÍHO OBDOBÍ</b> NET INCOME OR NET LOSS	7 001	6 648	4 081
<b>CIZÍ ZDROJE</b> EXTERNAL SOURCES (OF MONEY)	317 893	127 627	140 230
<b>REZERVY</b> RESERVES	21 142	20 076	10 418
Rezervy podle zvláštních právních předpisů Tax deductible reserves	18 326	18 326	9 163
Ostatní rezervy Other reserves	2 816	1 750	1 255
<b>DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b> LONG-TERM LIABILITIES	8 017	7 300	7 576
Jiné závazky Other liabilities	0	0	0
Odloužený daňový závazek Deferred tax obligation (account)	8 017	7 300	7 576
<b>KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b> CURRENT LIABILITIES	256 754	86 726	117 598
Závazky z obchodních vztahů Liabilities from trade relations	62 299	56 933	41 353
Závazky - ovládací a řídicí osoba Liabilities - controlling person	2 100	2 275	0
Závazky k zaměstnancům Payroll payable	4 214	3 206	2 914
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění Social security payable	2 638	5 536	1 630
Stát - daňové závazky a dotace Taxes payable	2 366	844	861
Krátkodobé přijaté zálohy Current deposits received	160 238	11 842	64 340
Dohadné účty pasivní Contingencies and estimated accrued items	22 899	6 065	3 872
Jiné závazky Other payables	0	25	2 628
<b>BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI</b> BANK LOANS	31 980	13 525	4 638
Dlouhodobé bankovní úvěry Long-term bank loans	25 980	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry Current bank loans	6 000	13 395	4 638
Krátkodobé finanční výpomoci Current financial loans	0	130	0



# PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2003-2005

výkaz zisků a ztrát / profit and loss account

výkaz zisků a ztrát / profit and loss account

engineering - progressive engineering

TEXT TEXT	Skutečnost v účetním období Situation in accounting period		
	Sledovaném Actual period	Minulém Previous period	V roce 2003 In 2003 year
<b>VÝKONY</b>	<b>362 659</b>	<b>273 420</b>	<b>204 097</b>
<b>REVENUES (FROM SALE OF MANUFACTURED GOODS)</b>			
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb Revenue from sale of manufactured goods and services	324 939	275 490	191 606
Změna stavu zásob vlastní činnosti Net of beginning and ending manufactured goods	37 247	-6 661	12 453
Aktivace Self-constructed asset revenues	473	4 591	38
<b>VÝKONOVÁ SPOTŘEBA</b>	<b>269 461</b>	<b>168 424</b>	<b>136 288</b>
<b>COST OF MATERIALS AND UTILITIES USED</b>			
Spotřeba materiálu a energie Raw materials and utilities used	143 147	100 134	79 198
Služby Services used	126 314	68 290	57 090
<b>PRIDANÁ HODNOTA</b>	<b>103 019</b>	<b>104 996</b>	<b>67 809</b>
<b>GROSS PROFIT ON SALES</b>			
<b>OSOBNÍ NÁKLADY</b>	<b>80 696</b>	<b>70 400</b>	<b>61 914</b>
<b>PAYROLL</b>			
Mzdové náklady Wages and salaries	57 122	51 665	45 062
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění Social security expenses	21 699	17 581	15 614
Sociální náklady Fringe benefits	1 875	1 154	1 238
Daně a poplatky Taxes and fees	1 440	2 900	2 792
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku Amortization of intangible and depreciation of tangible assets	5 997	6 257	6 621
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu Moneys received from sales of fixed assets and materials	836	2 751	1 654
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku Moneys received from sales of fixed assets	1	1 008	42
Tržby z prodeje materiálu Moneys received from sales of material	835	1 743	1 612
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu Net book value of disposed fixed assets or material	18	32	7 296
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku Net book value of disposed fixed assets	4	0	148
Prodaný materiál Disposed material	14	32	7 148
Změna stavu rezerv a opravných položek v provoz. oblasti a komplex. nákl. příštích období Status change of reserves and adjusting entries from operating and complex deferred charges	823	9 866	7 548
Ostatní provozní výnosy Other operating gains (revenues)	2 577	889	45 213
Ostatní provozní náklady Other operating costs	5 845	9 660	17 328
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>11 613</b>	<b>9 521</b>	<b>11 177</b>
<b>OPERATING INCOME</b>			

V celých tisících Kč / In whole thousands of CZK



# PŘÍLOHA P IV: ROZVAHA 2006-2008

ROZVAHA		BALANCE SHEET			
AKTIVA ASSETS	Běžné účetní období 2008 Current accounting period 2008			Minulé účetní období Previous accounting period 2007	
	Brutto / Gross	Korekce / Correction	Netto / Net	Netto / Net	Netto / Net
<b>AKTIVA CELKEM</b> <b>TOTAL ASSETS</b>	<b>692 274</b>	<b>-87 348</b>	<b>604 926</b>	<b>758 228</b>	<b>456 826</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b> <b>FIXED ASSETS</b>	<b>257 979</b>	<b>-81 908</b>	<b>176 071</b>	<b>171 173</b>	<b>177 824</b>
<b>DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK</b> <b>FIXED INTANGIBLE ASSETS</b>	<b>15 608</b>	<b>-5 502</b>	<b>10 106</b>	<b>738</b>	<b>1 208</b>
Software / Software	15 608	-5 502	10 106	738	1 208
<b>DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK</b> <b>FIXED TANGIBLE ASSETS</b>	<b>242 149</b>	<b>-76 406</b>	<b>165 743</b>	<b>170 213</b>	<b>176 394</b>
Pozemky / Land	11 199	0	11 199	11 199	11 199
Stavby / Buildings	179 296	-34 206	145 091	149 087	152 667
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí Capital equipment (machines, instruments, vehicles)	48 520	-42 200	6 320	6 790	6 499
Jiný dlouhodobý hmotný majetek Other fixed tangible assets	20	0	20	20	20
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek Fixed tangible assets under construction	3 114	0	3 114	3 117	2 509
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek Advance payments for fixed tangible assets	0	0	0	0	3 500
Dlouhodobý finanční majetek Long-term financial investments	222	0	222	222	222
Podíly v ovládaných a řízených osobách Shares in controlled entities	222	0	222	222	222
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b> <b>CURRENT ASSETS</b>	<b>427 605</b>	<b>-5 440</b>	<b>422 165</b>	<b>578 389</b>	<b>267 181</b>
<b>ZÁSoby</b> <b>INVENTORY</b>	<b>241 354</b>	<b>-1 147</b>	<b>240 207</b>	<b>237 529</b>	<b>169 464</b>
Materiál / Raw material	44 566	-1 097	43 369	102 409	32 780
Nedokončená výroba a polotovary Work-in-progress and semi-finished products	32 345	0	32 345	60 479	70 543
Výrobky / Manufactured goods	123 329	0	123 329	43 120	25 188
Zboží / Merchandise	554	0	554	1 502	4 087
Poskytnuté zálohy na zásoby Advance payments for inventory acquisition	40 660	-50	40 610	30 019	36 866
<b>KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY</b> <b>SHORT-TERM RECEIVABLES</b>	<b>153 319</b>	<b>-4 293</b>	<b>149 026</b>	<b>201 399</b>	<b>75 487</b>
Pohledávky z obchodních vztahů Trade receivables	139 243	-4 293	134 950	174 571	48 284
Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení Receivables from partners, members of cooperative and participants in association	127	0	127	0	0
Stát - daňové pohledávky State - tax receivables	9 087	0	9 087	12 428	8 863
Krátkodobé poskytnuté zálohy Short-term given deposits	3 138	0	3 138	454	11 096
Dohadné účty aktivní Estimated receivables	0	0	0	0	-135
Jiné pohledávky Other receivables	1 724	0	1 724	13 946	7 109
<b>KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b> <b>SHORT-TERM FINANCIAL INVESTMENTS</b>	<b>32 932</b>	<b>0</b>	<b>32 932</b>	<b>139 461</b>	<b>22 230</b>
Peníze Cash	553	0	553	768	1 529
Účty v bankách Bank accounts	32 379	0	32 379	138 693	20 701
Časové rozlišení Accruals	6 690	0	6 690	8 666	11 821
Náklady příštích období Deferred expenses	6 653	0	6 653	8 557	11 821
Příjmy příštích období Accrued revenues	37	0	37	109	0

V celých tisících Kč / In whole thousands of CZK

## ROZVAHA

## BALANCE SHEET

PASIVA LIABILITIES	Běžné účetní období 2008 Current accounting period 2008		Minulé účetní období Current accounting period 2007	
	Netto / Net		Netto / Net	Netto / Net
<b>PASIVA CELKEM</b> LIABILITIES IN TOTAL	<b>604 926</b>		<b>758 228</b>	<b>456 826</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b> EQUITY	<b>147 172</b>		<b>169 282</b>	<b>131 896</b>
<b>ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b> REGISTERED CAPITAL	<b>98 960</b>		<b>98 960</b>	<b>98 960</b>
<b>REZERVNÍ FOND, NEDĚLITELNÝ A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU</b> RESERVE FUNDS, INDIVISIBLE FUND AND OTHER FUNDS FROM PROFIT	<b>10 157</b>		<b>3 226</b>	<b>2 225</b>
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond Legal reserve fund / Indivisible fund	9 899		2 979	1 986
Statutární a ostatní fondy Statutory and other funds	258		247	239
<b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK MINULÝCH LET</b> PROFIT (LOSS) FROM PREVIOUS YEARS	<b>7 141</b>		<b>14 061</b>	<b>11 190</b>
Nerozdělený zisk minulých let Retained earnings from previous years	7 141		14 061	11 190
Neuhrazená ztráta minulých let Uncompensated losses from previous years	0		0	0
<b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK BĚŽNÉHO ÚČETNÍHO OBDOBÍ</b> PROFIT (LOSS) OF CURRENT ACCOUNTING PERIOD	<b>30 914</b>		<b>53 035</b>	<b>19 521</b>
<b>CIZÍ ZDROJE</b> EXTERNAL SOURCES	<b>457 754</b>		<b>588 946</b>	<b>324 153</b>
<b>REZERVY</b> RESERVES	<b>19 806</b>		<b>34 045</b>	<b>17 900</b>
Rezervy podle zvláštních právních předpisů Tax deductible reserves	14 366		29 050	14 525
Ostatní rezervy / Other reserves	5 440		4 995	3 375
<b>DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b> LONG-TERM LIABILITIES	<b>8 633</b>		<b>7 540</b>	<b>9 071</b>
Odloužený daňový závazek Deferred tax liability	8 633		7 540	9 071
<b>KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b> SHORT-TERM LIABILITIES	<b>327 082</b>		<b>499 934</b>	<b>266 313</b>
Závazky z obchodních vztahů Trade payables	132 525		185 090	87 704
Závazky - ovládající a řídicí osoba Payables - controlling and managing person	0		1 701	2 006
Závazky k zaměstnancům / Payroll payable	6 571		6 010	4 900
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění Payables to social security and health insurance	3 203		3 633	2 931
Stát - daňové závazky a dotace Due to state - taxes and subsidies	2 435		14 562	4 460
Krátkodobé přijaté zálohy Short-term advances received	147 178		258 199	143 481
Dohadné účty pasivní Estimated payables	32 170		28 153	17 631
Jiné závazky / Other payables	3 000		2 586	3 200
<b>BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI</b> BANK LOANS AND ASSISTANCE	<b>102 233</b>		<b>47 427</b>	<b>30 869</b>
Dlouhodobé bankovní úvěry Long-term bank loans	17 986		17 986	21 983
Krátkodobé bankovní úvěry Short-term bank loans	102 233		29 441	8 886
Výdaje příštích období Deferred expenses	0		0	687
Výnosy příštích období Accrued revenue	0		0	90
Časové rozlišení Accruals	0		0	777

V celých tisících Kč / In whole thousands of CZK

# PŘÍLOHA P V: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2006-2008

TEXT / TEXT	SKUTEČNOST V ÚČETNÍM OBDOBÍ SITUATION IN ACCOUNTING PERIOD		
	Sledovaném Actual period	Minulém Previous period	V roce 2006 In 2006 year
Tržby za prodej zboží Revenues from merchandise	0	52	33 265
Náklady vynaložené na prodané zboží Cost of merchandise	0	12	30 331
Obchodní marže / Gross profit on merchandise sold	0	40	2 934
<b>VÝKONY REVENUES (FROM SALE OF MANUFACTURED GOODS)</b>	<b>715 823</b>	<b>733 961</b>	<b>486 048</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb Revenues from own products and services	665 179	723 854	467 581
Změna stavu zásob vlastní činnosti Change in inventory	50 392	9 053	17 749
Aktivace / Capitalisation	252	1 054	718
<b>VÝKONOVÁ SPOTŘEBA COSTS OF PRODUCTION</b>	<b>544 331</b>	<b>506 439</b>	<b>353 525</b>
Spotřeba materiálu a energie / Material and energy	300 593	252 065	216 787
Služby / Services	243 738	254 374	136 738
<b>PŘIDANÁ HODNOTA VALUE ADDED</b>	<b>171 492</b>	<b>227 562</b>	<b>135 457</b>
<b>OSOBNÍ NÁKLADY PERSONNEL COSTS</b>	<b>139 478</b>	<b>134 279</b>	<b>111 315</b>
Mzdové náklady / Wages and salaries	102 800	98 096	81 406
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění Social security expenses and health insurance	34 371	34 030	27 900
Sociální náklady / Social costs	2 307	2 153	2 009
Daně a poplatky / Taxes and fees	251	261	234
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku Depreciation of fixed intangible and tangible assets	7 359	6 481	6 368
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálů Revenues from fixed assets and materials sold	1 358	2 300	2 403
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku Revenues from fixed assets sold	209	403	640
Tržby z prodeje materiálu / Revenues from material sold	1 149	1 897	1 763
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu Net book value of fixed assets and material sold	2 559	692	1 151
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku Net book value of fixed assets sold	114	0	1
Prodáváný materiál / Sold material	2 445	692	1 150
Změna stavu rezerv a opravných položek v provoz. oblasti a komplex. nákl. příštích období Changes in operational reserves and adjustments and complex deferred costs	- 15 899	20 844	-2 310
Ostatní provozní výnosy / Other operating revenues	1 699	14 344	5 682
Ostatní provozní náklady / Other operating costs	3 766	24 289	3 624
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ OPERATING PROFIT</b>	<b>37 035</b>	<b>57 360</b>	<b>23 160</b>
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti Change in financial reserves and adjustments	- 756	0	0
Výnosové úroky / Interest income	552	2 999	473
Nákladové úroky / Interest expense	4 506	2 163	1 832
Ostatní finanční výnosy / Other financial revenues	44 140	35 223	12 096
Ostatní finanční náklady / Other financial costs	38 975	24 500	7 823
<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PROFIT/LOSS FROM FINANCIAL OPERATIONS</b>	<b>1 967</b>	<b>11 559</b>	<b>2 914</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost Income tax on ordinary activities	8 088	15 884	6 553
- splatná / - due	6 995	17 416	5 499
- odložená / - deferred	1 093	-1 532	1 054
<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ PROFIT OF CURRENT ACCOUNTING PERIOD</b>	<b>30 914</b>	<b>53 035</b>	<b>19 521</b>
<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM PRE-TAX PROFIT</b>	<b>39 002</b>	<b>68 919</b>	<b>26 074</b>

V celých tisících Kč / In whole thousands of CZK

## **PŘÍLOHA P VI: VÝPOČET ČISTÝCH OPERATIVNÍCH AKTIV (NOA) A DOPADY PROVEDENÝCH ÚPRAV DO ROZVAHY**

### *1/ Vyloučení neoperativních aktiv*

Úkolem analytika je rozhodnutí o vymezení aktiv, která jsou nezbytná k operační činnosti podniku a která nikoliv. Mezi položky, které by měly být z rozvahy vyčleněny patří:

#### ➤ krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek by měl podnik udržovat ve výši nezbytné k provozní činnosti. Krátkodobé přebytky je vhodné investovat do krátkodobých cenných papírů a pro potřeby výpočtu NOA by měly být vyloučeny v případě, že mají charakter strategické rezervy a nejsou tedy nutné k provozní činnosti podniku. Peněžní prostředky vykázané v rozvaze můžeme zařadit do NOA v případě, že jsou provozně nutné, pokud však podnik vykazuje přebytky likvidity, je nutné tyto přebytky nad provozně nutnou úroveň odečíst. Provozně nutná úroveň je dána ukazatelem poměrového ukazatele peněžní likvidity.

#### ➤ dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek má charakteristiku především cenných papírů a podílů s dobou splatnosti delší než jeden rok. Pro účely výpočtu NOA je důležitý účel držení těchto investic. Pokud mají tyto investice portfoliový charakter měly by být z NOA vyčleněny. Pokud však dochází k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společností, do které bylo investováno, můžeme dlouhodobý finanční majetek v NOA ponechat.

#### ➤ nedokončené investice

Nedokončené investice mají charakter provozně potřebného majetku, který se však nepodílí na současném výsledku hospodaření, a proto ho z NOA vyčleňujeme

#### ➤ jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti

Zde je nezbytné vyloučit z NOA účetní hodnotu aktiv, která nejsou potřebná k provozní činnosti např. nevyužité či pronajaté pozemky, budovy, nadbytečné zásoby, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku apod. [9, 13]

### *2/ Aktivace položek, které účetně vykázány nejsou*

Při výpočtu NOA je také potřeba aktivovat položky, které v rozvaze uvedeny nejsou, přesto že však mohou vytvořit žádoucí ekonomická aktiva a proto by se s nimi mělo



počítat jako s investicemi. Jedná se především o tzv. nemateriální statky. Největší problém je při účetním vykazování nehmotných aktiv vytvořených vlastní činností podniku, např. náklady na výzkum a vývoj nelze podle amerických všeobecně uznávaných účetních principů (US GAPP) aktivovat. Jinak nehmotná aktiva definuje mezinárodní účetní standard IAS 38.

Dle konceptu EVA můžeme mezi nehmotná aktiva zařadit kumulované náklady spojené především s [13]:

- vstupem na nové trhy,
- náklady na marketing, reklamu, vytvoření nových odbytových cest,
- náklady spojené se školením zaměstnanců,
- náklady spojené s restrukturalizací podniku.

Tyto náklady se přičtou do aktiv k dlouhodobému nehmotnému majetku a ve stejné výši zvýší položka ekvivalenty vlastního kapitálu v pasivech. Náklad se přičte zpět k původně vykázanému výsledku hospodaření a místo něho se započítají odpisy pro daný rok.

- Goodwill

Od roku 2003, dle novely účetních předpisů můžeme goodwill definovat buď jako součást dlouhodobého nehmotného majetku nebo jako oceňovací rozdíl k nabytému majetku, jež je součástí dlouhodobého hmotného majetku. Tato položka se však většinou v českém účetnictví nevykazuje. Výjimka je v případě, kdy dochází k ocenění majetku a závazků v rámci přeměn společnosti. Goodwill by měl být v aktivech v případě výpočtu NOA vykázan v brutto hodnotě a to v případě, že se jeho hodnota nesnižuje.

- Tiché rezervy

Při výpočtu NOA je potřebné zvážit vytváření nadbytečných rezerv či úmyslné snižování hodnoty aktiv. V případě vzniku těchto rezerv je zařadíme do vlastního kapitálu ve formě ekvivalentů vlastního kapitálu.

- Leasing

Leasing je další důležitou položkou, která ovlivňuje výkonnost podniku. Dle českých účetních standardů se leasing v rozvaze společnosti neeviduje, tím však často dochází ke zkresleným výsledkům analýz výkonnosti podniku. Proto je vhodné s touto položkou počítat a pro potřeby analýz ji aktivovat do rozvahy v současné hodnotě leasingových

plateb. Současně je potřeba dopočítat implicitní finanční náklad obsažený v nájemních smlouvách a tyto úroky připočítat k NOPAT.

➤ Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Oceňovací rozdíly vznikají v důsledku používání historických cen, protože v případě oceňování historickými cenami nebereme v úvahu růst cen a vliv technického pokroku. Nejjednodušší pro výpočet NOA jsou dostupné informace o aktuálních tržních cenách, v případě, že je analytik nemá k dispozici musí aktiva přecenit na reálnou cenovou úroveň pomocí vhodného cenového indexu. K tomu však potřebuje informace o struktuře a pořizovacích cenách dlouhodobého hmotného majetku.

➤ Oceňovací rozdíly a oběžného majetku

U oběžného majetku sledujeme především položku pohledávek a zásob. Pohledávky mohou být vlivem tvorby opravných položek dle jednotlivých daňových předpisů podhodnoceny či nadhodnoceny a je potřeba tyto rozdíly k NOA přičíst či odečíst.

U zásob může dojít k podhodnocení v důsledku vzniku tiché rezervy (použitím oceňovací metody LIFO, která je však v ČR zakázána). Vzniklý rozdíl z podcenění zásob přičteme k NOA. [9,13]

*2/ Snížení aktiv o neúročný cizí kapitál*

Z operativního výsledku hospodaření je potřebné vyloučit náklady na kapitál. Některé položky pasiv však náklady na kapitál nenesou a proto musíme upravená aktiva o tyto pasiva snížit. Mezi pasiva která nenesou náklady na kapitál můžeme zařadit [18]:

- Krátkodobé závazky
- Pasivní položky časového rozlišení
- Nezpoplatněné dlouhodobé závazky
- Rezervy mající charakter skutečných závazků

## **Dopady provedených úprav do rozvahy:**

### ***Dlouhodobá aktiva:***

- *neoperační dlouhodobý majetek*
- + *goodwill v brutto hodnotě*
- + *dl. nehmotný majetek z aktivovaných nákladů*
- + *zvýšení hodnoty dl. majetku z přecenění*
- + *hodnota pronajatého majetku*
- + *kumulované neobvyklé ztráty*
- *kumulované neobvyklé zisky*

### ***Oběžná aktiva:***

- *neoperační oběžná aktiva*
- + *tiché rezervy z přecenění oběžných aktiv*
- *neúročené krátkodobé závazky*

### ***Vlastní kapitál:***

#### ***a) změny vyvolané úpravou aktiv***

- *neoperační aktiva*
- + *goodwill v brutto hodnotě*
- + *aktivované náklady (nehmotná aktiva)*
- + *tiché rezervy*
- + *úprava VH o náklady spojené s leasingem*
- + *kumulované neobvyklé ztráty*
- *kumulované neobvyklé zisky*

#### ***b) změny ostatní***

- + *nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků*

### ***Cizí kapitál***

#### ***a) změny vyvolané úpravou aktiv***

- *krátkodobé neúročené závazky včetně časového rozlišení pasiv*

+ *závazky z leasingu*

***b) změny ostatní***

- *nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků (přesun z cizího kapitálu do vlastního kapitálu)*

[13]

## **PŘÍLOHA P VII: VÝPOČET A DOPADY PROVEDENÝCH ÚPRAV DO NOPAT**

Vycházíme-li z výsledku hospodaření z běžné činnosti (provozní + finanční výsledek hospodaření) musíme provést následující úpravy [13, 18]:

- vyloučit z finančních nákladů placené úroky včetně implicitních nákladů z leasingových plateb
- vyloučit mimořádné položky jako prodej dlouhodobého majetku a jejich vliv na náklady a výnosy, mimořádné odpisy majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, náklady na restrukturalizaci
- započítat do NOPAT vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA, např. vliv aktivace nákladů investiční povahy (výzkum a vývoj, reklama, vzdělávání zaměstnanců apod.) – tyto náklady vypustíme a nahradíme odpisy těchto aktivovaných nákladů. Do VH započítáme zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky a naopak vyloučíme vytvořené tiché rezervy
- odečíst z VH výnosy z provozně nepotřebných aktiv
- úprava daní – při výpočtu NOPAT musíme zjistit tzv. upravenou daň, která by byla placena z operativního výsledku hospodaření a to tak, že splatnou daň pro daný rok zvýšíme nebo snížíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti VH za účetní období zjištěného z výkazu zisků a ztrát.

Dle literatury je běžnější a univerzálnější vycházet z výsledku hospodaření z běžné činnosti, je však možné vycházet z provozního výsledku hospodaření, který je pro naše použití praktičtější, protože není třeba provádět tolik úprav. Tím, že vycházíme z výsledku hospodaření z provozní činnosti nemusíme odečítat finanční výnosy, které souvisejí s majetkem, který vyřazujeme jako neoperativní a zpětně přičítat finanční náklady související s náklady na cizí kapitál či náklady na neoperativní majetek. Ostatní úpravy už zůstávají stejné a konečný výsledek by měl být shodný jak v případě výsledku hospodaření z běžné činnosti, tak i v případě použití výsledku hospodaření z provozní činnosti. [13] Nejdůležitější úpravy uvedu v následujícím schématu [12]:

### ***1/ Provozní výsledek hospodaření***

- *provozní výnosy z neoperativního majetku*
- + *finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA*
- + *provozní náklady na neoperativní majetek*
- + *odpisy goodwillu*
- + *původní náklady investičním charakterem*
- *odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů*
- + *leasingová platba*
- *odpisy majetku pronajatého na leasing*
- *neobvyklé zisky*
- + *neobvyklé ztráty*

*Eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv*

*Úprava daní na úroveň NOPAT*

## ***2/ Výsledek hospodaření za běžnou činnost před daní***

- + *nákladové úroky*
- *výnosy z neoperativního majetku*
- + *náklady na neoperativní majetek*
- + *odpisy goodwillu*
- + *původní náklady s investičním charakterem*
- *odpisy nehmotného majetku vytvořené aktivací těchto nákladů*
- + *leasingová platba – původní náklad na leasing*
- *odpisy majetku pronajatého na leasing*
- *neobvyklé zisky*
- + *neobvyklé ztráty*

*Eliminace tvorby a rozpouštění nákladových rezerv*

*Úprava daní na úroveň NOPAT*

## PŘÍLOHA P VIII: NÁKLADY KAPITÁLU A JEJICH VÝPOČET

Náklady na kapitál můžeme chápat jako pohled na diskontní míru z jiného úhlu pohledu. Náklady kapitálu jsou především dány náklady ušlé příležitosti.

Stanovení nákladů kapitálu je pro analytika těžký úkol, zejména pak pokud se jedná o náklady na vlastní kapitál.

### Náklady kapitálu a působení finanční páky

Jak jsem se již zmínila v kapitole 3.1.1.3 náklady cizího kapitálu jsou levnější než náklady vlastního kapitálu a to díky působení tzv. daňového štítu. Tyto náklady musí podnik platit za využití tohoto kapitálu, který může pozitivně ovlivnit zejména ukazatele rentability a to vlivem působení finanční páky vyjadřující finanční riziko. Pokud je rentabilita aktiv vyšší než náklady na cizí kapitál potom platí, že s rostoucí mírou zadlužení roste i rentabilita vlastního kapitálu, což však za předpokladu platnosti Miller-Modiglianových teorií nemůže zvýšit hodnotu firmy, protože s růstem zadlužení roste nejen rentabilita vlastního kapitálu, ale roste současně i riziko investora, které se odráží v růstu nákladů vlastního kapitálu, takže hodnota podniku zůstává stejná. [13]

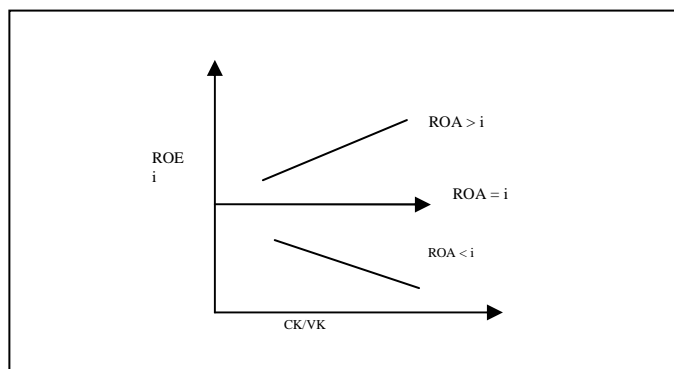
Finanční riziko můžeme vyjádřit vztahem [18]:

$$\text{Stupeň finanční páky} = \frac{\% \text{ změna zisku na akci}}{\% \text{ změna EBIT}} \quad (27)$$

Nebo:

$$\text{Stupeň finanční páky} = \frac{EBIT}{EBIT - \text{nákladové úroky}} \quad (28)$$

Působení finanční páky a její vliv na rentabilitu vlastního kapitálu naznačuje obrázek 14. Pokud je rentabilita celkového kapitálu vyšší než úroková míra placená za cizí kapitál působí finanční páka pozitivně a rentabilita vlastního kapitálu roste. Naopak pokud je rentabilita celkového kapitálu menší než úroková míra placená za použití cizího kapitálu, působí finanční páka negativně a rentabilita vlastního kapitálu se snižuje. Finanční páka nepůsobí v případě, že rentabilita celkového kapitálu je rovna úrokové míře.



„Působení finanční páky“ [17]

## Výpočet nákladů na cizí kapitál

„Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu“ [12]

Efektivní úrokovou míru získáme podle vzorce [12]:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t (1-d) + S_t}{(1+i)^t} \quad (29)$$

*Kde:*

$D$  = čistá částka peněz získaná výpůjčkou

$U_t$  = úrokové platby

$d$  = sazba daně z příjmu

$S_t$  = splátka dluhu za dohodnutý časový interval

$n$  = počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

$i$  = hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku

V uvedeném vzorci jsou již náklady na kapitál očištěny o daň a můžeme ho využít k výpočtu jakéhokoli typu úročeného cizího kapitálu, ale pouze v případě pevně stanovených úroků a pokud částka peněz získaná výpůjčkou odpovídá současné tržní hodnotě dluhu. Tyto podmínky nemusí být splněny v případě:

- pokud budou aktuální úrokové míry na kapitálovém trhu odlišné od nominální úrokové míry dohodnuté při poskytování příslušné formy cizího kapitálu,



- pokud příslušný dluh nebude mít vysokou bonitu a bude hrozit, že závazky z dluhu plynoucí nemusí být splněny.

V tomto případě je lepší využít alternativní postup založený na tržních datech [12]:

$$N_{CK} = r_f + RP \quad (30)$$

Kde:

$N_{CK}$  = náklady cizího kapitálu

$r_f$  = bezriziková úroková míra

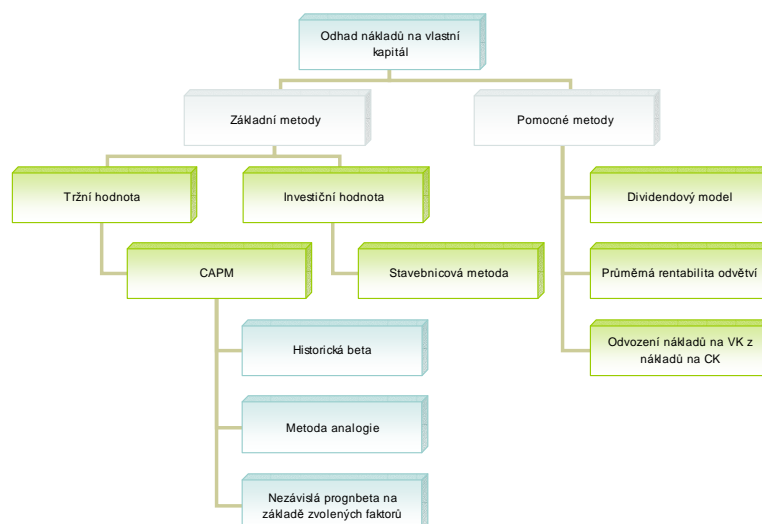
$RP$  = riziková přírážka stanovená podle ratingu

## Výpočet nákladů na cizí kapitál

Existuje celá řada metod výpočtu nákladů vlastního kapitálu, z nichž žádná však nedává jednoznačný výsledek. Každý model v sobě odráží určité faktory, které ovlivňují výslednou hodnotu. Důležité je ovšem uvědomit si, že vlastní kapitál není zadarmo a že něco stojí. Náklady vlastního kapitálu mohou být chápány rozdílně:

- jako finanční náklad (pohled managementu),
- jako náklady příležitosti (pohled investora).

Přehled metod pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je uveden na obrázku 15.



„Přehled metod pro odhad nákladů na VK“ [12]

## **Model oceňování kapitálových aktiv - CAPM**

Model oceňování kapitálových aktiv patří mezi základní metodu odhadu nákladů na vlastní kapitál a v praxi je nejvíce používán. Platí:

$$r_e = r_f + \beta * ( r_m - r_f ) \quad (31)$$

*Kde:*

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu v %

$r_f$  = bezriziková úroková míra

$\beta$  = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

$r_m$  = průměrná výnosnost kapitálového trhu

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

Z uvedeného vztahu vyplývá, že musíme být schopni určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši  $\beta$  koeficientu. Riziková prémie a beta koeficient se týká pouze systematického rizika, tj. riziko které nelze diverzifikovat.

### ***Bezriziková úroková míra***

Bezrizikovou úrokovou míru můžeme v našich podmínkách zjistit jako výnosnost státních dluhopisů s dobou splatnosti deset a více let. V USA se za velmi málo rizikové považují státní pokladniční poukázky.

### ***Riziková prémie***

Výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia vyjadřuje riziková prémie, která je dána jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou úrokovou mírou. Rizikovost tržního portfolia můžeme měřit pomocí směrodatné odchylky a výnosnost trhu jako celku měříme pomocí globálního akciového indexu. Dalším možným způsobem v praxi často používaným pro stanovení rizikové prémie upravené o riziko země je rating vyhlášený světovými agenturami. Rizikovou prémii kapitálového trhu většinou stanovujeme na základě historických dat a pro výpočet můžeme použít geometrický nebo aritmetický průměr. Dle Maříka [12] je vhodnější použít geometrický průměr pro co nejdelší období.

### ***Koeficient $\beta$***

Koeficient  $\beta$  udává průměrnou procentuální změnu ceny akcie v důsledku změny na trhu o 1%, tj. citlivost investice vůči trhu. Čím vyšší je koeficient  $\beta$ , tím vyšší je riziko pro investora při investování do určité akcie. Existují tři způsoby odhadu koeficientu  $\beta$ :

- **Historické  $\beta$**  – jde v podstatě o stanovení regresní závislosti mezi výnosy akcie oceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku. Sklon regresní přímky potom využijeme jako historický koeficient  $\beta$ , který však k výpočtu nelze použít. Proto musíme stanovit prognózované  $\beta$ , přičemž prognózy  $\beta$  vychází z jejich historických hodnot. Tento způsob odhadu je vhodný jen pro společnosti veřejně obchodovatelné na kapitálových trzích a to především  $\beta$  britské a  $\beta$  z kapitálových trhů USA. Ostatní  $\beta$  mají spíše jen orientační význam.
- **Metoda analogie** – tato v praxi hojně používaná metoda spočívá v použití  $\beta$  podobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikovaná. Pro větší statistickou spolehlivost je vhodné využít  $\beta$  za určité odvětví. V případě použití této metody musíme zohlednit vliv odlišností v obchodním a finančním riziku, které je dáno výší zadlužeností. Výše zadlužení na  $\beta$  podniku je dáno vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (32)$$

kde:

$\beta_Z$  =  $\beta$  vlastního kapitálu zadluženého podniku

$\beta_N$  =  $\beta$  vlastního kapitálu při nulovém zadlužení, mělo by být závislé na odvětví a provozní páce

$d$  = sazba daně z příjmů

$CK$  = cizí kapitál

$VK$  = vlastní kapitál

- **Odhad  $\beta$  na základě analýzy faktorů** – tento způsob odhadu  $\beta$  na rozdíl od jiných metod stanovuje  $\beta$  bez propočtů historických hodnot a základní struktura modelu CAPM je formálně zachována. Tento model je vhodné využít pro nezávislou prognózu  $\beta$ , pro expertní úpravu historických  $\beta$  a pro úpravu v rámci metody analogie.

## Stavebnicová metoda

Stavebnicová metoda vychází z podobného postupu jako kalkulace diskontní míry a její podstata je jednoduchá.

$$\begin{aligned} \text{Kalkulovaná úroková míra} &= \text{výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů} \\ &+ \text{riziková přírážka} \end{aligned} \quad (33)$$

Na rozdíl od metody CAPM se stavebnicová metoda zaměřuje jak na systematická rizika, tak i na nesystematická. Tento model známý jako model INFA manželů Neumaierových využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR pro statistické účely. [12]

## Dividendový model

Tento model je možné použít u společností, které vyplácejí podíly na zisku a používá se pro oceňování akcií. Podstata tohoto modelu tkví v tom, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie lze očekávat a proto platí [18]:

$$SH = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (34)$$

kde:

$SH$  = současná hodnota akcie

$i$  = požadovaná výnosnost akcie

$D_t$  = dividenda v jednotlivých letech

$P_n$  = očekávaná prodejní cena za „n“ let

V případě nekonečného držení akcie a schopnosti odhadu dividendy na akcii pro další rok ( $D$ ), trhem požadovanou výnosnost akcií ( $i$ ) a tempo růstu dividend ( $g$ ) v dalších letech můžeme spočítat hodnotu jedné akcie a využít Gordonův vzorec [12]

$$SH = \frac{D}{i - g} \quad (35)$$

## Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

Náklady na vlastní kapitál dle této metody zjistíme, když k reálné hodnotě nákladů na cizí kapitál před odpočtem daňové úspory z úroků přičteme několik procentních bodů,

zpravidla 2 - 4. Podstata je založena na tom, že náklady vlastního kapitálu, z titulu většího rizika pro vlastníka než pro akcionáře, jsou větší než náklady cizího kapitálu.

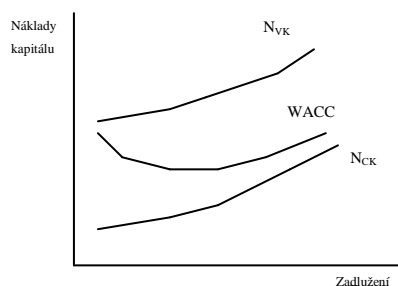
### **Určení nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability**

Tento model je často využíván v případě, kdy nejsou dostupná data pro výpočet nákladů na vlastní kapitál dle jiných metod. Vycházíme zde z průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. Nevýhodou tohoto modelu je však regulace účetní rentability na základě zvolené účetní politiky podniku, tj. tvorba a rozpouštění tichých rezerv. V případě rozdílů mezi účetní a tržní hodnotou kapitálu se doporučuje využít údaje o tržní rentabilitě.

Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle výše uvedených metod může vést k různým výsledkům. Proto je vhodné na základě rozhodnutí podniku přijmout jednu metodu odhadu nákladů na vlastní kapitál či stanovit průměrné náklady vlastního kapitálu pomocí váženého aritmetického průměru z více použitých metod.

### **Výpočet průměrných nákladů na kapitál (WACC)**

Vážené průměrné náklady kapitálu spočítáme z nákladů jak na vlastní, tak i na cizí kapitál. Váhy těchto nákladů jsou dány v závislosti na podílu jednotlivých zdrojů na celkovém kapitálu. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál byl demonstrován v kapitole 3.1.1.3. Z obrázku 16 je patrný průběh nákladů kapitálu v závislosti na zadluženosti. Náklady cizího a vlastního kapitálu se zvyšující se zadlužeností rostou a to díky většímu riziku které podstupují jak věřitelé, tak vlastníci, kteří požadují větší výnosnost půjčených a vlastních prostředků. Náklady vlastního kapitálu jsou však vyšší než náklady cizího kapitálu. Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) s rostoucí zadlužeností nejprve klesají (převažující výhoda tzv. daňového štítu) a od určité výše zadlužení rostou (možnost problému s placením vypůjčených prostředků).



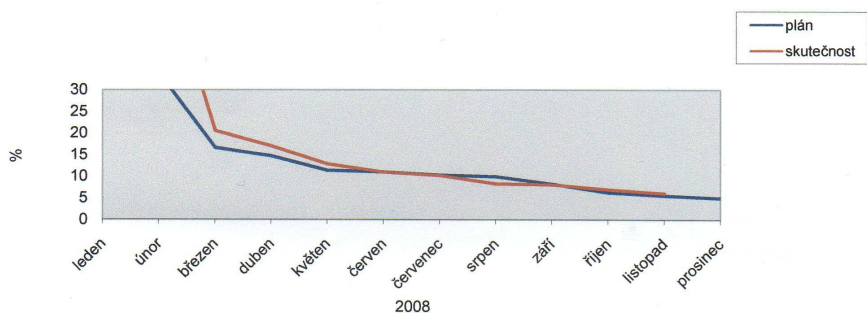
„ Vývoj nákladů kapitálu“

## PŘÍLOHA P IX: PŘÍKLAD VYHODNOCENÍ KRITÉRIA 24 V RÁMCI STÁVAJÍCÍHOHODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI

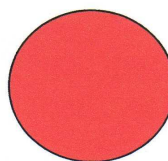
### Kritérium 24 Zásoby materiálu

Zásoby materiálu - položka materiál z rozvahy, 5% k tržbám									
2008	Zásoby (tis.CZK)			VÝKONY (tis.CZK)			zásoby/výkony		% plnění
	skut.	plán	rozdíl	skut.	kumul.	plán	skut.	plán	
leden	85 301	42 500	42 801	60 783	60 783	28 176	28 176	140,34	107,48
únor	79 843	42 500	37 343	65 852	126 635	96 877	125 053	63,05	53,90
březen	52 032	42 500	9 532	126 453	253 088	130 209	255 261	20,56	80,98
duben	49 193	42 500	6 693	35 690	288 778	33 844	289 105	17,03	86,30
květen	47 086	42 500	4 586	76 312	365 090	83 872	372 978	12,90	88,35
červen	45 103	42 500	2 603	45 142	410 232	11 207	384 184	10,99	100,62
červenec	46 147	42 500	3 647	40 881	451 113	26 847	411 031	10,23	101,08
srpen	42 598	42 500	98	62 007	513 120	16 154	427 185	8,30	119,84
září	45 415	42 500	2 915	46 420	559 541	87 432	514 617	8,12	101,75
říjen	42 549	42 500	49	51 027	610 569	163 420	678 037	6,97	89,95
listopad	39 180	42 500	-3 320	34 203	644 773	88 000	766 037	6,08	91,30
prosinec		42 500				83 963	850 000	5,00	
<b>Celkem</b>	<b>574 447</b>						<b>850 000</b>		

Kritérium 24 Zásoby materiálu k tržbám



Sklad	č.	11/ 2008
hutní	12	309
hutní	14	22 431 013
hutní (trubky)	15	128 769
elektromat.	21	1 736 494
všeobecný	22	1 134 869
spoj. materiál	23	373 007
ložiska	24	813 386
oleje,barvy	25	373 983
síta, výkovky	27	1 244 906
nafta	29	30 311
odlitky	31	5 575 178
modely	41	0
dovozy	52	3 909 922
second hand	53	1 280 900
díly koo	54	0
invest.dodávky	61	126 451
	71	20 173
		<b>39 179 669</b>



#### Komentář

Na celkové výši skladu měl především vliv výsledek inventury a to -2.611.986 Kč, největší manko bylo na skladě 14 hutní materiál rovněž z důvodu v průběhu roku proběhlých šrotací a na skladě 53 second-hand z důvodu špatného příjmu tohoto zboží (knihovárni podle dodacích listů - zboží fyzicky nepřišlo), na ostatních skladech byl většinou plus. V tomto měsíci byla ukončena zakázka T-1836 převýječka Model Švýcarsko a další zakázky Technonikol.