

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Bc. Daniela Černá

© 2015 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomiky

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Daniela Černá

Podnikání a administrativa

Název práce

Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Název anglicky

Capital structure analysis of a selected company

Cíle práce

Cílem diplomové práce je provést analýzu kapitálové struktury vybraného podniku, vyvodit závěry a navrhnout opatření vedoucí k optimalizaci kapitálové struktury pomocí vhodně zvolených přístupů a výpočtů, a to na základě analýzy časových řad ukazatelů, vycházejících z účetních výkazů.

Metodika

Práce bude členěna do dvou částí. Teoretická část práce bude zaměřena na uvedení do problematiky kapitálové struktury a jejího vymezení na základě odborné literatury. Bude definován pojem kapitálová struktura, její členění, faktory mající vliv na kapitálovou strukturu a pozornost bude rovněž věnována vybraným podmíněným teoriím kapitálové struktury a z nich vyplývajících možností optimalizace. Dále budou specifikovány a zhodnoceny vybrané přístupy optimalizace kapitálové struktury.

Analytická část práce bude obsahovat charakteristiku podniku z hlediska právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury a rovněž struktury kapitálové. Získané teoretické znalosti budou převedeny do praxe, bude provedena analýza kapitálové struktury s využitím vybraných ukazatelů finanční analýzy (poměrové ukazatele), návrh optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku, ve vazbě na podmíněnou teorii kapitálové struktury.

V závěru práce budou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a navržena doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku, včetně návrhů pro celkové zlepšení finančního zdraví podniku.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Kapitálová struktura, vlastní kapitál, cizí kapitál, optimalizace kapitálové struktury, podmíněné teorie kapitálové struktury, finanční analýza.

Doporučené zdroje informací

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. Fundamentals of Corporate Finance. United States: McGraw-Hill Ryerson Limited, 2009. ISBN 978-0-07-098403-5.
- HRDÝ, M. Strategické finanční řízení a investiční rozhodování. 1. vyd. Praha: BILANCE, spol. s r.o., 2008. 199 s. ISBN 80-86371-50-6.
- KISLINGEROVÁ, E. Manažerské finance. 2. přepracované a doplněné vydání Praha: C. H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0.
- SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2007, 154 s. ISBN 978-802-5118-306.
- SCHOLLEOVÁ, Hana. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 256 s. ISBN 978-802-4724-249.
- SYNEK, M. a kol. Manažerská ekonomika – 5., aktualizované a doplněné vydání Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.
- SYNEK, M. a kol.: Podniková ekonomika. 3. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 479 s. ISBN 80-7179-736
- WAGNER, J. Měření výkonnosti. Jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. Praha: Grada Publishing, 2009. 17 – 23 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Předběžný termín obhajoby

2015/02 (únor)

Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

Elektronicky schváleno dne 11. 3. 2014

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 3. 2014

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 16. 03. 2015

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Analýza kapitálové struktury vybraného podniku" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucí diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31.3.2015

Poděkování

Touto cestou bych velice ráda poděkovala Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za její vedení a cenné rady, které přispěly k vypracování této diplomové práce. Dále bych ráda poděkovala společnosti Skanska a.s. za poskytnutí času a informací.

Analýza kapitálové struktury vybraného podniku

Capital structure analysis of a selected company

Souhrn

Předmětem této diplomové práce je zhodnocení kapitálové struktury a návrh její optimalizace v konkrétním podniku. Práce se skládá ze dvou částí - teoretické a praktické. V teoretické části jsou definovány základní pojmy týkající se kapitálové struktury a vymezeny podstatné souvislosti, které jsou potřebné pro její hodnocení. V úvodu je charakterizována kapitálová struktura s ohledem na odlišné chápání různých autorů, a dále jsou popsány jednotlivé faktory ovlivňující kapitálovou strukturu, metody stanovení nákladů kapitálu, podmíněné teorie optimalizace kapitálové struktury a techniky finanční analýzy. Praktická část je potom zaměřena na analýzu kapitálové struktury ve vybraném podniku, kterým je společnost Skanska a.s. Nejprve je zde stručně popsán vývoj stavebnictví, tj. odvětví ve kterém společnost operuje, a s ním jsou později srovnávány výsledky společnosti. Dále jsou shrnuty základní informace o společnosti Skanska a.s. Při samotném hodnocení kapitálové struktury jsou využívány techniky finanční analýzy s důrazem na pasiva podniku, metody pro rozbor nákladů kapitálu a zhodnocení vybraných teorií optimalizace kapitálové struktury. Analýza se věnuje období let 2008 - 2013. V závěru je pomocí "U" křivky stanovena optimální kapitálová struktura společnosti Skanska a.s., a navržena vhodná doporučení pro další financování své činnosti.

Klíčová slova

Kapitálová struktura, vlastní kapitál, cizí kapitál, finanční analýza, optimalizace, teorie kapitálové struktury, zadluženost, rentabilita, financování

Summary

The aim of this diploma thesis is to evaluate capital structure and determine its optimization in a selected company. The work consists of two parts - theoretical and practical. The theoretical part defines the basic concepts concerning the capital structure and also defines essential connections that are necessary for its evaluation. First is characterized capital structure considering different points of view of different authors, after that are described individual factors that are influencing capital structure, methods of determining the cost of capital, theories of optimal capital structure and techniques of financial analysis. The practical part is focused on the capital structure analysis of the selected company, which is Skanska Inc. First is briefly described current situation in the industry in which the company operates – civil engineering, to which are results compared. In the next part are summarized basic information about the company. For the optimal structure evaluation are used techniques of financial analysis with an emphasis on liabilities, calculation of costs of capital and analysis of selected theories of capital structure optimization. Practical part is focused on the period of years 2008 - 2013. In the conclusion is constructed "U" curve which helps to determine the optimal capital structure of the company Skanska Ltd. This part also includes appropriate recommendations for future activities of the company.

Keywords

Capital structure, equity, foreign capital, financial analysis, optimization, theories of capital structure, indebtedness, profitability, financing

OBSAH:

1. ÚVOD	10
2. CÍL PRÁCE A METODIKA	11
3. TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	13
3.1. Majetková vs. kapitálová a finanční struktura podniku.....	13
3.2. Kapitálová struktura podniku.....	14
3.2.1. Charakteristika pojmu	14
3.2.2. Zdroje financování	16
3.2.2.1. Vlastní a cizí kapitál	16
3.2.2.2. Interní a externí zdroje financování.....	21
3.2.3. Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu.....	22
3.2.3.1. Podnikatelské riziko	23
3.2.3.2. Firemní daňové postavení	23
3.2.3.3. Finanční flexibilita	24
3.2.3.4. Náklady kapitálu.....	24
3.3. Optimalizace kapitálové struktury	31
3.3.1. Bilanční pravidla	32
3.3.2. Teorie optimální kapitálové struktury	33
3.3.2.1. Model M-M	33
3.3.2.2. Klasická teorie.....	36
3.3.2.3. Metoda hierarchického pořádku.....	38
3.3.2.4. Kompromisní teorie.....	39
3.3.2.5. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse	39
3.3.2.6. Bod indiference kapitálové struktury	40
3.4. Finanční analýza jako nástroj optimální kapitálové struktury.....	40
3.4.1. Charakteristika pojmu	40
3.4.2. Základní metody.....	41
3.4.2.1. Absolutní ukazatele	41
3.4.2.2. Poměrové ukazatele.....	41
3.4.2.3. Čistý pracovní kapitál.....	46

4. ANALYTICKÁ ČÁST	47
4.1. Současný stav odvětví.....	47
4.2. Charakteristika podniku.....	48
4.3. Finanční analýza	52
4.3.1. Absolutní ukazatele	52
4.3.1.1. Vertikální analýza pasiv.....	52
4.3.1.2. Horizontální analýza pasiv	56
4.3.2. Poměrové ukazatele.....	56
4.3.2.1. Rentabilita	56
4.3.2.2. Likvidita	58
4.3.2.3. Zadluženost	60
4.3.3. Finanční páka	63
4.3.4. Čistý pracovní kapitál.....	64
4.4. Analýza kapitálové struktury	65
4.4.1. Bilanční pravidla	65
4.4.2. Náklady na kapitál.....	67
4.4.2.1. Náklady na cizí kapitál	67
4.4.2.2. Náklady na vlastní kapitál	68
4.4.2.3. Průměrné náklady kapitálu	74
4.5. Optimalizace kapitálové struktury	76
4.5.1. Zhodnocení podmíněných teorií optimalizace kapitálové struktury	76
4.5.2. Modelace "U" křivky.....	78
5. ZÁVĚR	83
6. SEZNAM TABULEK.....	86
7. SEZNAM GRAFŮ, SCHÉMAT A OBRÁZKŮ	87
8. SEZNAM PŘÍLOH	89
9. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	90
10. PŘÍLOHY.....	94

1. ÚVOD

Finanční řízení v posledních letech nabývá na své důležitosti. Snaha o zabezpečení prosperity a efektivní hospodaření s financemi představují základní předpoklady, které mohou společnost udržet "nad vodou" v nepříznivých obdobích. Vzhledem k tomu, že se celý svět od roku 2008 potýká s hospodářskou krizí, je důležité hodnotit a plánovat své kroky až na několik let dopředu. K tomu slouží finanční plán, který poskytuje ucelený přehled o současné situaci podniku a pomáhá optimalizovat majetkově-finanční strukturu pomocí vhodně zvolených přístupů. Období krize je charakteristické pročištěním trhu, tzn. krachem velkého množství firem. Podniky, které nemají dostatečné množství vlastních zdrojů, popřípadě přístup k cizím, mohou být jedny z nich. Finanční řízení je ovšem zásadní i v období růstu. Je vhodné uvažovat o poměru vlastního a cizího kapitálu a jeho užívání. Na první pohled se totiž může zdát, že financovat všechnu svou činnost z vlastních zdrojů je žádoucí. Existují ovšem efekty, jako např. daňový štít, které motivují i k využívání kapitálu cizího, protože ten je obecně levnější. Není však vhodné používat co nejvyšší podíl cizího kapitálu, ale optimální podíl, při němž jsou náklady nejnižší.

Výběr vhodného způsobu financování a jejich různých variant může přispět ke snížení nákladů, a tím i zvýšení efektivnosti využívání podnikových financí. Standardem v České republice však je, že firmy usilují o získání jakéhokoliv zdroje financování a neuvažují o problematice kapitálové struktury. Tu sledují spíše větší firmy, které prosperují a není tak pro ně problém získat potřebné finanční zdroje. Hlavní roli zde hraje především riziko, které většina společností není ochotna podstupovat. Zadluženost a finanční struktura je tak ve většině firem spíše náhodně vzniklým stavem, který nebyl ovlivněn jakýmkoliv úvahami o poměru vlastního a cizího kapitálu.

Obecně je vhodné adekvátně volit cesty získávání kapitálu a tím vytvářet jakousi optimální kapitálovou strukturu. Tato problematika je však od druhé poloviny 20. stol. předmětem rozsáhlých diskuzí a je charakteristická rozdílností názorů jednotlivých autorů. Záleží proto na konkrétní společnosti, jak ke kapitálové struktuře bude přistupovat. Co však mají všechny firmy společné, je základní cíl jejich existence – maximalizace zisku. Řízení a optimalizace kapitálové struktury může k naplnění tohoto předpokladu výrazně pomoci a proto je vhodné, aby se této problematice alespoň minimálně věnoval každý podnik.

2. CÍL PRÁCE A METODIKA

CÍL PRÁCE

Cílem této diplomové práce je návrh optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku, kterým je Skanska a.s. Dílčími úkoly je provedení finanční analýzy ve zkráceném rozsahu, propočet nákladů vlastního kapitálu a posouzení jednotlivých teorií optimalizace kapitálové struktury pomocí vhodně zvolených přístupů a výpočtů. Jednotlivé výsledky jsou v průběhu srovnávány s hodnotami odvětví. Na základě těchto analytických vyvození jsou stanoveny závěry ohledně současného stavu společnosti a navržena vhodná opatření vedoucí k optimalizaci kapitálové struktury.

METODIKA

Práce je zaměřena na problematiku optimalizace kapitálové struktury, a je členěna do dvou tematických celků. Teoretická část je zaměřena na uvedení do problematiky kapitálové struktury a jejího vymezení na základě odborné literatury. V úvodu je dle těchto teoretických poznatků definován pojem majetková struktura, který je srovnán se strukturou kapitálovou, je zde vybrán základní pohled na kapitálovou strukturu v souvislosti s rozdílnými názory jednotlivých autorů, a kromě toho jsou charakterizovány i zdroje podniku sloužící k financování jeho činnosti. Tato část práce dále obsahuje specifikaci podstatných faktorů ovlivňujících kapitálovou strukturu a jednotlivých přístupů ke stanovení nákladů kapitálu. Pozornost je rovněž věnována vybraným podmíněným teoriím kapitálové struktury a z nich vyplývajících možností optimalizace. Na závěr jsou přiblíženy techniky finanční analýzy, včetně ukazatele čistého pracovního kapitálu a finanční páky.

Analytická část práce potom získané teoretické znalosti převádí do praxe a zaměřuje se na analýzu kapitálové struktury v konkrétním podniku – stavební společnosti Skanska a.s., s ohledem na časové období let 2008 – 2013. Zdrojem dat byly především výroční zprávy společnosti obsahující účetní výkazy, finanční analýzy pro podnikovou sféru vydávané Ministerstvem průmyslu a obchodu a také statistiky Českého statistického úřadu. Výpočty byly provedeny s pomocí softwaru Microsoft Office – Excel a systému INFA spravovaným Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Praktická část nejdříve charakterizuje podnik z hlediska právní formy, organizační struktury a dalších podstatných informací. Nechybí ani stručný popis odvětví včetně jeho vývoje ve sledovaném období. Prvním krokem samotného hodnocení kapitálové struktury je provedení zkrácené finanční analýzy, která je zaměřena především na zdroje financování. Jsou zde rozebrány jednotlivé složky pasiv a zhodnocen jejich poměr a vývoj v čase. Prostřednictvím poměrových ukazatelů rentability, likvidity a zadluženosti, byla sledována finanční stabilita podniku, a ukazatele čistého pracovního kapitálu a finanční páky potom pouze dokreslují celkový obraz o financování a finančním zdraví podniku. V dalším kroku jsou stanoveny náklady kapitálu pro danou časovou řadu s využitím metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR a softwaru INFA, a dále jsou zde stručně popsány jednotlivé teorie optimalizace kapitálové struktury ve vazbě na vybraný podnik. Optimální zadluženost potom byla nalezena prostřednictvím konstrukce "U" křivky. Získané výsledky byly průběžně srovnávány s výsledky odvětví jako celku.

V úplném závěru práce jsou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a navržena vhodná doporučení pro optimalizaci kapitálové struktury vybraného podniku, včetně návrhů pro celkové zlepšení finančního zdraví podniku.

3. TEORETICKÁ VÝCHODISKA

3.1. Majetková vs. kapitálová a finanční struktura podniku

Každý podnik pro svou činnost potřebuje hmotné i jiné prostředky, jako např. budovy, stroje, materiál apod., které jsou obecně nazývány jako majetek a představují aktiva podniku. Pro získání těchto aktiv je zapotřebí vlastnit, popř. disponovat určitými finančními zdroji. Ty jsou označovány pojmem kapitál, který je vykazován jako pasiva podniku. Majetek tedy vyjadřuje to, "co podnik vlastní", a finanční zdroje říkají, "komu patří". Při vzniku podniku, i při jeho provozu, je potom důležité sledovat strukturu firmy z hlediska aktiv i pasiv, a snažit se o udržení majetkově-finanční stability, která udává jejich správný poměr.

Majetkovou strukturou podniku se rozumí souhrn všech věcí, peněz, pohledávek a jiných majetkových hodnot, které patří podnikateli a slouží k jeho podnikání. Tvoří jej dvě základní skupiny prostředků, které se liší dobou, po kterou slouží v provozu podniku, než se vrátí do peněžní formy: první skupinou je dlouhodobý majetek (hmotný, nehmotný a finanční), druhou skupinou je oběžný majetek (zásoby, dlouhodobé pohledávky, krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek). Zvláštní skupinu tvoří tzv. přechodná aktiva (časové rozlišení). (Synek a kol, 2002)

"Kapitálovou strukturou podniku rozumíme strukturu zdrojů (původ, pramen), z nichž majetek podniku vznikl. Vložil-li kapitál do podniku sám podnikatel (zakladatel) nebo skupina podnikatelů, hovoříme o vlastním kapitálu. Vložil-li kapitál do podniku věřitel (např. banka), hovoříme o cizím (úvěrovém, dluhovém) kapitálu, krátce o dluhu." (Synek a kol, 2002)

Vedle pojmu majetková a kapitálová struktura se můžeme setkat i s pojmem **finanční struktura** podniku. Finanční struktura je struktura celkového podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek. Staticky je finanční struktura zachycena v celkových pasivech rozvahy jako stav k určitému okamžiku, z dynamického hlediska představuje složení celkového kapitálu, ze kterého je financován přírůstek celkového majetku podniku. Finanční struktura je tedy širší pojem než kapitálová struktura, kterou lze chápat jako komponentu finanční struktury. (Hrdý, 2008) Ne všichni autoři však oddělení pojmu kapitálová a finanční struktura uznávají (např. Synek (2002), Holečková (2007) či Růčková (2010)).

3.2. Kapitálová struktura podniku

3.2.1. Charakteristika pojmu

Charakteristika kapitálové struktury může být složitá z hlediska rozdílnosti názorů mnoha autorů zabývajících se touto problematikou. Např. Bradley s Meyersem definují kapitálovou strukturu jako směsici různých cenných papírů, které firma vydala. Tento pohled však může být nedostatečný z důvodu opomíjení dlouhodobých závazků, bankovních úvěrů, či nerozdělených zisků, které jsou pro podnik podstatné. (Sivák, Mikócziová, 2009)

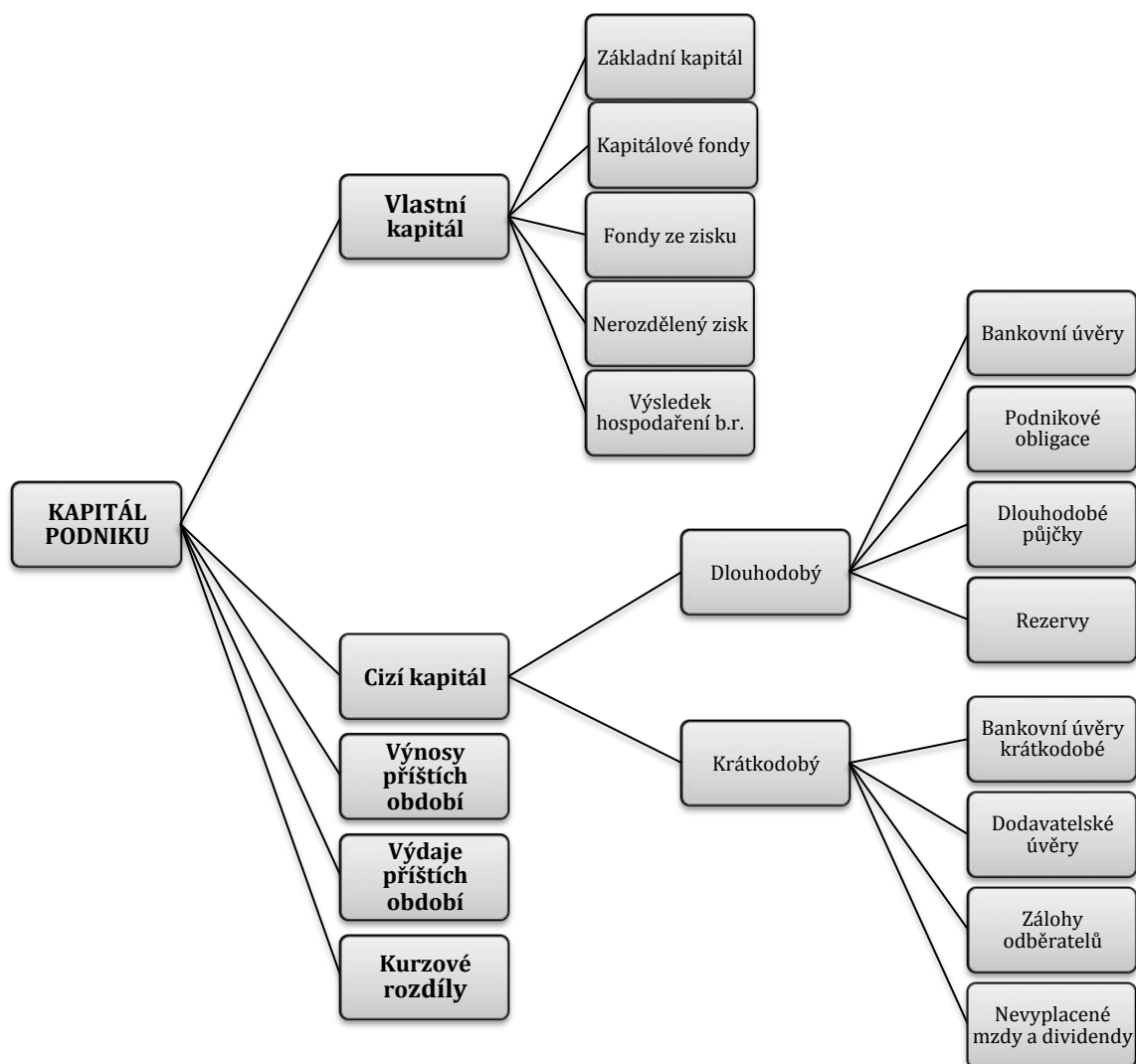
Swanson, Srinidhi a Seetharaman definují kapitálovou strukturu jako směsici dlouhodobého dluhu a vlastního kapitálu, kterou jsou financována produktivní podniková aktiva. Jejich definice se opírá o rozvahu, typickou pro firmy v USA, jejíž strana pasiv se obvykle skládá ze tří hlavních částí: z krátkodobých závazků, dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu, jenž jsou řazeny v pořadí od nejlikvidnějších k nejméně likvidním. (Swanson, Srinidhi, Seetharam, 2003 cit. dle Křivská, 2009)

Ve srovnání s českými autory však zahraniční literatura vymezuje tento pojem zcela odlišně. Definice dle profesora Valacha říká, že kapitálová struktura představuje strukturu dlouhodobého kapitálu (tj. vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje), ze kterého je financován dlouhodobý majetek (tj. fixní majetek a trvalá část majetku oběžného). Kapitálová struktura je zachycena v části pasiv rozvahy, tzn. je částí finanční struktury jako stav k určitému datu. V akciové společnosti v ČR je tvořena vlastním kapitálem (základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, hospodářský výsledek minulých let, hospodářský výsledek účetního období) a dlouhodobými cizími zdroji (rezervy dlouhodobého charakteru, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry). (Valach, 2010) Tímto přístupem striktně odlišuje kapitálovou strukturu od finanční, která se zabývá celkovými pasivy. S tímto názorem se ztotožňují i autoři Kalouda, Valouch či docent Hrdý.

"Další přístup v pojetí kapitálové struktury hovoří o tom, že kapitálová struktura podniku představuje strukturu zdrojů (pramen, původ) ze kterých majetek podniku vznikl (Synek, 2011). Na základě této definice lze tedy chápat kapitálovou strukturu jako strukturu odpovídající členění celkových pasiv podniku. S touto teorií se ztotožňuje řada dalších autorů, jako například Grünwald a Holečková (2007), Růčková (2010), kteří se ve svých publikacích věnují problematice finanční analýzy a výkonnosti podniku." (Aulová, 2012)

Je tedy zřejmé, že pohledů na problematiku kapitálové struktury je mnoho, tato diplomová práce však chápe kapitálovou strukturu v souladu se Synkem (2002), tzn., že je na ni nahlíženo jako na pasiva v celém jejich rozsahu (viz. schéma č. 1).

Schéma č. 1: Kapitálová struktura podniku



Zdroj: Synek a kol, 2002

3.2.2. Zdroje financování

Zdroje financování (kapitál) lze třídit podle více hledisek, z nichž k nejdůležitějším patří **místo**, odkud se tyto zdroje získávají a **vlastnictví** těchto zdrojů. Podle místa se rozlišují externí a interní zdroje financování. Hledisko vlastnictví potom člení zdroje na vlastní a cizí kapitál. (Fotr, Souček, 2011)

3.2.2.1. Vlastní a cizí kapitál

Kapitál představuje zdroje podniku, které jsou zachyceny v rozvaze na straně pasiv. Tyto zdroje mohou být přímo ve vlastnictví podniku nebo mohou být cizí. Složky vlastního a cizího kapitálu jsou základem při úvahách o kapitálové struktuře podniku.

Podnik by měl mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Má-li přebytek dlouhodobého kapitálu nad krátkodobým, je jeho využití nevhodné a říkáme, že podnik je **překapitalizován**. Dochází k tomu tehdy, jsou-li dlouhodobým kapitálem kryta i oběžná aktiva. Má-li kapitálu méně, způsobuje to poruchy v chodu podniku a říkáme, že podnik je **podkapitalizován**. K tomu dochází v období expanze, kdy podnik prudce rozšiřuje výrobu a prodej, což je spojeno s růstem aktiv (zásob, pohledávek a dlouhodobého majetku), která nejsou kryta odpovídajícími finančními zdroji. Podnik se zadluhuje u svých dodavatelů, a tímto krátkodobým cizím kapitálem jsou kryta i dlouhodobá aktiva. Podnik se dostává do platební neschopnosti, což bývá počátkem jeho konce. (Sedláček, 2007)

3.2.2.1.1. Vlastní kapitál

Vlastní kapitál představuje tu část kapitálu, která je ve vlastnictví dané společnosti. Je tvořen kapitálem, který byl získán od majitelů (základní kapitál a kapitálové fondy) a kapitálem, který je výsledkem podnikatelské činnosti (fondy ze zisku, nerozdělený zisk a hospodářský výsledek běžného období).

Podnik považuje prostředky poskytnuté vlastníky za jejich nárok, který bude uspokojen v budoucnu. Je hlavním nositelem podnikatelského rizika, a jeho podíl na celkovém kapitálu je proto ukazatelem finanční jistoty (nezávislosti) podniku. Vlastní kapitál představuje bezpečný zdroj financování, který není v budoucnu třeba splácet. (Sedláček, 2007; Fotr, Souček, 2011)

- **Základní kapitál**

Hlavní položkou vlastního kapitálu je základní kapitál. Ten je vytvářen především v kapitálových obchodních společnostech. Povinně jej vytvářejí komanditní společnosti (min. 5 000 Kč), společnosti s ručením omezením (min. 200 tis. Kč) a akciové společnosti (min. 2 mil. Kč, u společností založených s veřejnou nabídkou akcií min. 20 mil. Kč). Součástí základního kapitálu jsou i vlastní akcie a vlastní obchodní podíly. Tyto položky působí záporně na hodnotu základního kapitálu. (Kislingerová, 2007)

V průběhu života společnosti dochází k růstu či poklesu základního kapitálu. V dobře fungujícím podniku existují dva druhy zvýšení - efektivní, kterým je zvýšení dalšími vklady stávajících nebo nových společníků, a deklaratorní, kterým je přesun z již existujících složek vlastního kapitálu (obvykle z nerozděleného zisku). (Synek a kol, 2002) Snížení základního kapitálu se provádí na základě rozhodnutí valné hromady v případě, že podnik vykazuje ztrátu. Nelze ho však snížit pod minimální zákonnou hranici.

- **Kapitálové fondy**

Jedná se o vlastní zdroje, které podnik získal jinak než jako výsledek své hospodářské činnosti. Jejich původ může být jednak externí (podnik je získal zvnějšku), jednak interní (vyplývající ze změn v ocenění). (Kovanicová, 2009) Patří sem především emisní ážio (rozdíl mezi emisním kurzem a jmenovitou hodnotou akcií), dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů či vkladů společníků nezvyšující základní kapitál apod. (Knápková, Pavelková, 2010)

- **Fondy ze zisku**

Fondy ze zisku jsou pojistkou proti nepředvídaným rizikům v podnikání, slouží ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti (jsou proto označovány jako rezervní fondy). (Synek a kol, 2002) Jsou interním vlastním zdrojem financování a zdrojem jejich přidělů jsou potom výsledky hospodaření, tedy zisk po zdanění - EAT. (Šiman, 2010) Fondy ze zisku jsou buď vytvářeny povinně ze zákona (ve spol. s r.o. a a.s. zákonný rezervní fond, v družstvech nedělitelný fond) nebo fakultativně (statutární a ostatní fondy).

- **Nerozdělený výsledek hospodaření**

Součástí vlastního kapitálu je i výsledek hospodaření, který je sledován jak v běžném období, tak v období minulém. Výsledek hospodaření minulých let představuje zisk, který nebyl v minulosti rozdělen, či ztrátu, která nebyla uhrazena. Výsledek hospodaření běžného období je zisk nebo ztráta za právě skončené účetní období, které se převádí do následujícího účetního období a v něm se potom provádí rozdělování zisku, popř. vyrovnání ztráty.

3.2.2.1.2. Cizí kapitál

Cizí kapitál představují zdroje, které podnik získal od jiných právnických nebo fyzických osob, a jež mu byly zapůjčeny na určitou dobu. Obvykle platí za zapůjčení cenu, která se nazývá úrok. Z pohledu podniku jsou úroky náklady, které byly vynaloženy v souvislosti s užitím kapitálu věřitelů. Pro věřitele je úrok výnosem z kapitálu. (Kislingerová, 2007)

Podle doby splatnosti cizí kapitál rozdělujeme na krátkodobý (je poskytován na dobu do jednoho roku) a dlouhodobý (je poskytován na dobu delší než jeden rok). Mezi **krátkodobý cizí kapitál** patří krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, zálohy přijaté od odběratelů, půjčky, částky dosud nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně, výdaje příštích období, dlužné dividendy aj. **Dlouhodobý cizí kapitál** tvoří dlouhodobé bankovní úvěry, vydané podnikové dluhopisy, leasingové dluhy a jiné dlouhodobé závazky. V zemích s rozvinutou tržní ekonomikou se používá více forem dlouhodobého financování jako např. leasing, půjčky na zástavní listy, opční dlužní úpisy, faktoring apod. (Synek a kol, 2002)

V běžné praxi většina podnikatelů k financování své činnosti využívá převážně cizí kapitál. Hlavním důvodem, proč přistoupí k využití těchto zdrojů může být skutečnost, že nemá dostatečné vlastní zdroje pro založení firmy, její chod nebo nové investice. Cizí kapitál obvykle bývá levnější než kapitál vlastní a zlepšuje rentabilitu podniku, proto manažeři a podnikatelé při rozhodování přistupují k jeho využívání. Negativní stránkou však je zvyšující se zadluženost podniku, čímž podnik ztrácí finanční stabilitu.

- **Rezervy**

Rezervy podnik tvoří pro případ nenadálých změn v hospodaření nebo pro očekávaný rozsáhlý jednorázový výdaj v budoucnosti. Není však přesně známa částka, popř. ani období, v němž dojde k těmto výdajům. V souladu s účetními postupy a zákony se rezervy člení na zákonné a účetní. Rezervy zákonné, které se tvoří podle obecně platných předpisů, zejména podle zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách, jsou rezervy vytvářené především na opravu hmotného majetku, který je daňově odepisován. Rezervy účetní se tvoří v souladu se zákonem o účetnictví, a jejich tvorba se nepovažuje za daňový náklad. Může to být např. rezerva na daň z příjmu, rezerva na rizika a ztráty, rezerva na důchody a podobné závazky. (Vochozka, 2011; Kovanicová 2009) Jejich tvorba by však měla mít určité hranice, protože by si tím podnik zvyšoval cizí zdroje a zároveň snižoval výsledek hospodaření.

- **Dlouhodobé závazky**

Dlouhodobé závazky mají dobu splatnosti delší než jeden rok. Jsou určeny k financování těch složek aktiv, které mají delší životnost (rozšíření podniku, pořízení strojního vybavení apod.). Patří sem zejména emitované dluhopisy, dlouhodobé zálohy přijaté od odběratelů, dlouhodobé směnky aj. (Dluhošová, 2006)

- **Krátkodobé závazky**

Krátkodobé závazky jsou závazky podniku se splatností do jednoho roku, které jsou určeny především k financování provozní činnosti podniku. Jedná se zejména o dlužné částky dodavatelům za výrobky dodané na obchodní úvěr, zálohy přijaté od odběratelů, půjčky, částky nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně a pojištění, ostatní závazky ke společníkům a zaměstnancům. (Sedláček, 2007)

- **Bankovní úvěry a výpomoci**

Zahrnují úvěry dlouhodobé (se splatností déle než 1 rok), běžné úvěry a krátkodobé finanční výpomoci poskytnuté účetní jednotce jinými osobami než bankami (třetími osobami) a společníky obchodních společností. (Knápková, Pavelková, 2010)

Krátkodobými bankovními úvěry rozumíme úvěry poskytované různými bankami jako věřiteli podnikům jako dlužníkům na krytí jejich oběžného majetku a financování jeho přírůstků. Splatnost těchto úvěrů je do 1 roku. Jedná se především o krátkodobé bankovní půjčky, revolvingové úvěry, lombardní úvěry či kontokorentní úvěry. (Valach a kol., 1999) Dlouhodobé úvěry slouží k financování dlouhodobých aktiv, jejichž splatnost je delší než jeden rok. Využívají se hlavně k nákupu budov či strojního zařízení potřebného k podnikatelské činnosti subjektu.

Položka finančních výpomocí je pak tvořena krátkodobými financemi, získanými od nebankovních subjektů. Brealey a Myers (2000) definují tzv. krátkodobé půjčky, jako takové druhy půjček, jakými jsou např. nejištěné půjčky pro financování dočasného vzrůstu zásob tzv. samolikvidující půjčky – tedy půjčky, které budou splaceny penězi za prodané zboží nebo půjčky pro financování výstavby, neboli „překlenovací půjčky“, které slouží k financování do doby, nežli je dokončen projekt a sjednáno dlouhodobé financování. (Aulová, 2012)

- **Časové rozlišení**

Časové rozlišení vychází z aktuálního principu účetnictví, dle kterého se náklady a výnosy účtují v období se kterým časově a věcně souvisí. Mezi pasivní časové rozlišení se řadí výdaje příštích období a výnosy příštích období.

3.2.2.1.3. Optimální poměr vlastního a cizího kapitálu

V rámci kapitálové struktury je třeba posuzovat relaci mezi vlastním a cizím kapitálem. Podnik nemůže pro svou činnost využívat pouze vlastní či pouze cizí zdroje, ale je zapotřebí obě složky vhodně kombinovat. Pokud by podnik financoval pouze prostřednictvím vlastních zdrojů, tak by se snižovala celková výkonnost vloženého kapitálu, a zároveň by podnik nevytvářel žádné závazky, což je v praxi nereálné. Naopak využíváním pouze cizího kapitálu by se podnik předlužil, a jeho existence by tak neměla dlouhé trvání. S rostoucí mírou zadlužení rostou i obtíže se získáváním cizího kapitálu. Z těchto důvodů je proto velice důležitá volba vhodné finanční struktury podniku.

Při optimalizaci struktury zdrojů se obecně vychází z následujících předpokladů:

- cizí kapitál je levnější než vlastní, neboť nese menší riziko (akcionáři jsou

při likvidaci firmy poslední v pořadí při vyrovnání nároků na náhradu),

- s růstem zadluženosti roste i požadavek akcionářů na vyšší dividendy,
- substituce vlastního kapitálu dluhem přináší zlevnění nákladů na celkový kapitál až do určité míry zadluženosti. Potom náklady začnou růst. (Sedláček, 2006)

Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem se u různých podniků liší. Závisí na odvětví, ve kterém podnik pracuje (v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, u obchodních je poměr cca 50:50, u peněžních podniků výrazně převládá cizí kapitál), na struktuře majetku (čím vyšší podíl dlouhodobého finančního majetku, tím vyšší podíl vlastního, resp. dlouhodobého cizího kapitálu), na subjektivním postoji podnikatele nebo manažerů, na úrokové míře bank (ta je závislá na vládní politice a politice centrální banky), na výnosnosti podniku (čím je vyšší výnosnost podniku, tím větší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru si můžou dovolit), na stabilitě tržeb a zisku (podnik s rostoucími tržbami a ziskem si může dovolit větší zadlužení, naopak podnik s odbytovými potížemi musí další úvěr pečlivě vážit). (Synek a kol, 2002) Konkrétním teoriím optimalizace kapitálové struktury se věnuje kapitola 3.3.

3.2.2.2. Interní a externí zdroje financování

3.2.2.2.1. Interní zdroje financování

Interní zdroje představují výsledky vlastní podnikatelské činnosti. Pokud jsou zdrojem financování pouze interní zdroje, hovoříme o tzv. samofinancování. Výhodou této varianty financování je, že nevznikají náklady na externí kapitál, nezvyšuje se stupeň zadlužení firmy, a tedy se snižuje její finanční riziko. Nevýhodou je fakt, že zisk jako ekonomická veličina může být nestabilním zdrojem, a je též dražším zdrojem financování. (Fotr, Souček, 2011; Dluhošová, 2009)

Jedná se především o:

- **zisk po zdanění**, který podnik vytvořil v minulosti a nevyplatil jej v podobě dividend a podílů na zisku,
- **odpisy a přírůstky rezerv**, které představují nákladové položky, jež však nejsou výdaji,
- **odprodej některých složek dlouhodobého majetku**, který se málo využívá, resp. přináší malé výnosy,
- **snížení oběžných aktiv**, tj. především zásob a pohledávek. (Fotr, Souček, 2011)

3.2.2.2. Externí zdroje financování

Vedle interních finančních zdrojů využívají podniky pro financování celou řadu zdrojů externích. Jsou mnohem rozmanitější a umožňují také přesněji reagovat na potřebné změny podnikového majetku v souvislosti se změněnou situací na trhu. Tím vším - za předpokladu, že náklady na pořízení externího kapitálu jsou nižší, než rentabilita celkového kapitálu - externí financování umožňuje zvyšování efektivity podnikání, růst rentability vlastního kapitálu, a tím i tržní ceny akcie. Nevýhodou však je, že se zvyšuje počet společníků či věřitelů, kteří ovlivňují rozhodování podniku a zvyšují se náklady podniku. (Valach a kol., 1999)

Externí zdroje financování představují:

- **akcie,**
- **obligace,**
- **ostatní dlouhodobé a střednědobé úvěry,**
- **finanční leasing.**

3.2.3. Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu

V podmínkách České republiky je možné nalézt v základní kapitálové struktuře odlišnosti pramenící zejména z odlišného zaměření ekonomické činnosti daného odvětví. Např. průmysl se vyznačuje kapitálovou strukturou, která má vyrovnaný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, zatímco ve stavebnictví či obchodě a službách převažuje cizí kapitál nad vlastním. Může se zdát, že kapitálová struktura je předem daná podnikatelským zaměřením společnosti, nicméně na rozhodování o kapitálové struktuře konkrétní firmy mají vliv i jiné faktory. (Růčková, 2010) Z těchto faktorů mezi nejvýznamnější patří podnikatelské riziko, firemní daňová pozice, finanční flexibilita, náklady kapitálu.

Schéma č. 2: Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu



Zdroj: Vlastní zpracování dle Růčkové, 2010

3.2.3.1. Podnikatelské riziko

Podnikatelské riziko lze definovat jako možnost, že skutečné výsledky hospodaření se budou příznivě (nebo nepříznivě) lišit od výsledků předpokládaných, resp. plánovaných. (Šiman, 2010)

*"Součástí podnikatelského rizika je i **riziko finanční**, které je chápáno jako dodatečná proměnlivost podnikových výnosů na akcii, vyplývající z využívání těchto forem financování, které si vynucují fixní platby - bez ohledu na vývoj finanční situace podniku (např. splátky úvěru, obligací, úrok z úvěru a obligací, stálá dividenda z prioritních akcií, stálé leasingové splátky). Jestliže podíl těchto forem financování stoupá, stoupá také riziko platebních potíží, ev. až úpadku."* (Valach a kol., 1999)

Manažeři a tím i jejich firmy se liší postojem k riziku, který se mění od averze, až k ochotě jít do značného rizika. Firmy s averzí k riziku budou mít proto nižší hranici přijatelného rizika. Odrazem toho pak je, že tyto firmy bude charakterizovat vyšší podíl vlastního kapitálu, přičemž u firem se sklonem k riziku tomu bude naopak. *"Konzervativní financování s vysokým podílem vlastního kapitálu je typické pro malé české firmy, přičemž neochota k úvěrovému financování představuje značnou bariéru jejich růstu."* (Fotr, Vacík, Souček, Špaček, Hájek, 2012) V praxi je riziko vnímáno spíše negativně, proto se vedení podniků snaží o jeho minimalizaci.

3.2.3.2. Firemní daňové postavení

Hlavním důvodem pro využití cizího kapitálu je fakt, že nákladové úroky představují daňově uznatelný náklad, tzn., že platby za poskytnutý cizí kapitál snižují základ daně z příjmu, a pro podnik představují nižší reálný výdaj. Tato situace je v literatuře často nazývána jako **daňový štít**, jehož působením se zvyšuje i rentabilita podniku. Působení daňového štítu je při optimalizaci kapitálové struktury zásadní.

Daňový štít však působí pouze tehdy když úrokové náklady sníží základ daně, tedy tam, kde je co snižovat. Má-li podnik malý, žádný nebo záporný hospodářský výsledek před úroky a zdaněním (EBIT), funguje daňový štít omezeně nebo vůbec. (Schoellová, 2008)

3.2.3.3. Finanční flexibilita

"Finanční flexibilita vypovídá o schopnosti navýšit kapitál v "rozumném" čase za nepříznivých firemních finančních podmínek. " (Růčková, 2010)

Tato flexibilita se chápe jako určitý vztah současné a budoucí kapitálové struktury, kdy současné rozhodnutí nemá ohrozit budoucí možnosti volby zdrojů financování. Jestliže podnik např. užil nyní k pokrytí požadavků na externí zdroje financování cizí kapitál, pak pro využití budoucích podnikatelských příležitostí bude třeba uplatnit vlastní kapitál formou navýšení akciového kapitálu u akciových společností, resp. dalšími vklady společníků u společností s ručením omezeným. Pokud nebude emise akcií, či zvýšení vkladů z určitých důvodů možná, může podnik ztratit některé lákavé podnikatelské příležitosti. Naopak současné navýšení základního kapitálu zvyšuje dluhovou kapacitu podniku, a tím i připravenost k využití budoucích potencionálních podnikatelských příležitostí pohotovým užitím cizího kapitálu. (Fotr, Vacík, Souček, Špaček, Hájek, 2012)

3.2.3.4. Náklady kapitálu

Náklady kapitálu jsou výdajem podniku, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu (tj. za získání různých forem dluhů, akciového kapitálu, nerozděleného zisku apod.) použitých na financování nových investic. Z jiného hlediska můžeme náklady kapitálu definovat jako míru výnosu požadovanou investory, kteří vkládají peníze do podniku. Z výše uvedeného je zřejmé, že náklady kapitálu jsou určovány kapitálovým trhem a jsou v těsném vztahu s mírou rizika, kterou investor podstupuje svým investováním. Obecně platí, že čím větší riziko investor pociťuje, tím větší požaduje výnosnost, a tím vyšší budou náklady na pořízení kapitálu. (Hrdý, 2008)

Náklady na kapitál představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu, a jsou podstatné při úvahách o optimální kapitálové struktuře. Náklady jednotlivých složek jsou různé a podléhají vývoji v čase. Obecně rozeznáváme náklady na cizí kapitál, náklady na vlastní kapitál a průměrné náklady celkového podnikového kapitálu.

3.2.3.4.1. Náklady na cizí kapitál

Náklady dluhového kapitálu představují úrok, který podnik musí platit svým věřitelům. Podniky obvykle využívají průměrnou úrokovou míru zjištěnou na základě velikosti a ceny jednotlivých úvěrů přijatých podnikem. Konkrétní výše úroku je ovšem interní podniková informace, k níž má přístup pouze podnikový management. Externí uživatelé, kteří tento přístup nemají, mohou použít odhad prostřednictvím poměru (Kislingerová, 2007):

$$i = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}}$$

Konkrétní výše úrokové míry se pak liší z několika hledisek:

- **Z hlediska času**, na který je úvěr poskytnut. Obecně platí, že dlouhodobé úvěry jsou dražší než střednědobé či krátkodobé úvěry. Hlavně vážou prostředky věřitelů na delší čas a projevuje se i řada dalších faktorů, které zvyšují riziko dlužníka.
- **Podle očekávané efektivnosti**, neboť čím je vytvořený efekt vyšší, tím je i větší záruka splacení úvěru. Platí také, že čím je bonita dlužníka vyšší, tím je stanovená úroková míra nižší.
- **Z hlediska hodnocení bonity dlužníka**, protože její výše ovlivňuje stanovení úrokové sazby z dluhu. Pro bonitního dlužníka je stanovená úroková sazba nižší. (Dluhošová, 2006)

3.2.3.4.2. Náklady na vlastní kapitál

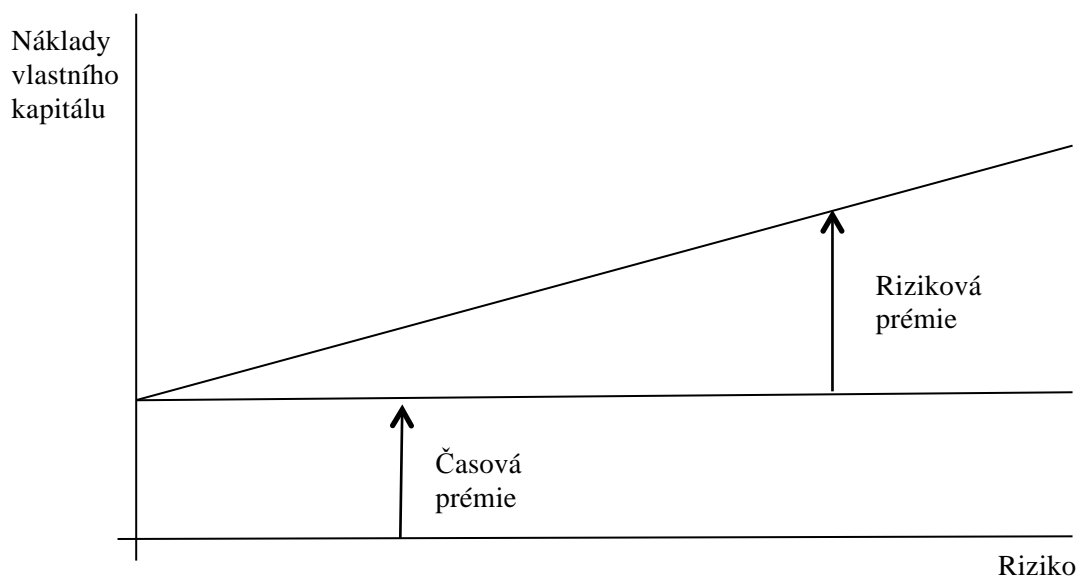
Náklady na vlastní kapitál v podmínkách akciové společnosti představují dividendy, které je podnik zavázán splácet věřitelům. U ostatních forem podnikání se jedná o podíl na zisku, který věřitelé požadují jako odměnu za poskytnuté finanční zdroje.

Obecně platí, že náklady na vlastní kapitál jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí. Důvody jsou dvojího charakteru. Především riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele. Věřitel má zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka, a vkládá prostředky na přesně vymezenou dobu, za kterou se mu vrátí. Vlastník vkládá prostředky na neurčitou dobu, a jeho výnos závisí na hospodářské situaci podniku. Druhým důvodem je již dříve zmíněný efekt daňového štítu. (Dluhošová, 2006)

Náklady vlastního kapitálu, chápané jako oportunitní náklady, závisí na riziku podnikatelské činnosti firmy, přičemž tento vztah lze přibližně vyjádřit lineární závislostí (viz. graf č. 1). Čím je riziko vyšší, tím jsou požadovaná výnosnost vlastního kapitálu firmy a náklady vlastního kapitálu vyšší. Pokud by byla podnikatelská činnost firmy zcela neriziková, pak bude riziková prémie nulová a požadovaná (minimální) výnosnost vlastního kapitálu firmy by byla dána výnosností státních dluhopisů, které se považují za finanční investice s minimálním rizikem. Výnosnost nerizikové investice se někdy označuje jako tzv. **časová prémie**. (Fotr, Souček, 2005)

Podnikatelská činnost však vždy probíhá s určitou mírou rizika a proto se při uvažování o nákladech vlastního kapitálu ke složce časové prémie přidává i složka **rizikové prémie**. Její stanovení je možné na základě modelu CAPM, expertního přístupu či stavebnicové metody.

Graf č. 1: Závislost nákladů vlastního kapitálu na riziku firmy



Zdroj: Fotr, Souček, 2005

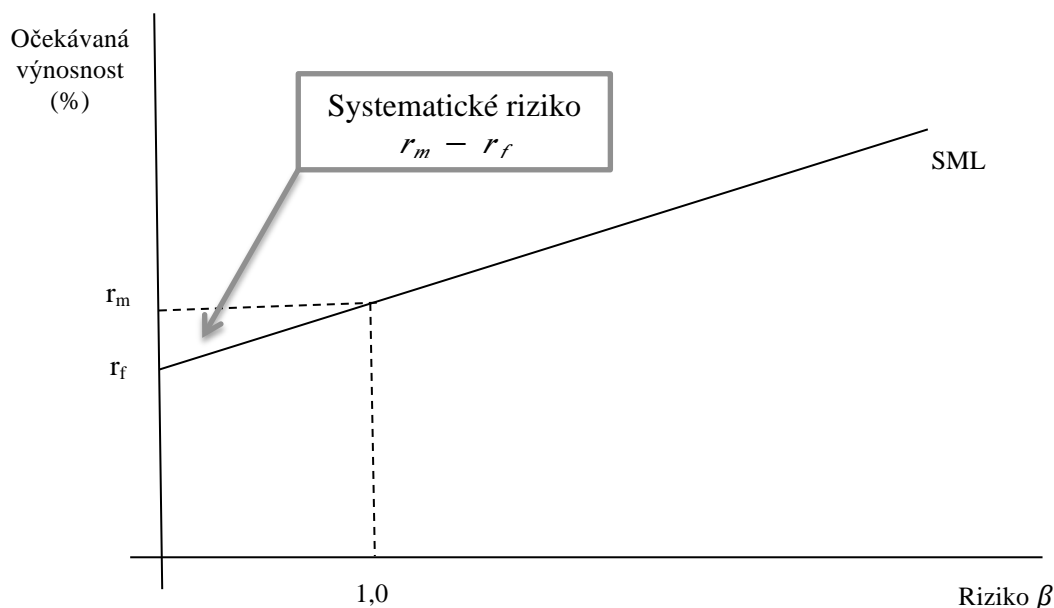
- Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model) je využíván především na vyspělých kapitálových trzích. Výchozím bodem pro tento model je rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na riziko systematické a nesystematické. Ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je podle

modelu CAPM významné pouze systematické tržní riziko. (Knápková, Pavelková, 2010) **Systematické riziko** je riziko, které je vyvoláno společnými faktory a postihuje v různé míře všechny hospodářské jednotky. Zdrojem jsou např. změny peněžní a rozpočtové politiky, změny daňového hospodářství, celkové změny trhu. Toto riziko jde snižovat diverzifikací. **Riziko nesystematické** je riziko, které je specifické pro jednotlivé firmy a jejich aktivity. Zdrojem tohoto rizika může být např. odchod klíčových pracovníků firmy, selhání významného subdodavatele, vstup nového konkurenta na trh aj. (Fotr, Souček, 2011)

Model CAPM vychází z předpokladu, že výnos každé investiční příležitosti lze vyjádřit v lineárním vztahu k výnosu a riziku trhu jako celku (měřeného rizikovým koeficientem β). Po seřazení všech investičních příležitostí na trhu na jednu přímku v prostoru rizika a výnosu tato přímka představuje tzv. přímku trhu cenných papírů (SML - Security Market Line). SML (viz. graf č. 2) tedy vyjadřuje vztah mezi očekávanou výnosovou mírou a systematickým rizikem. Pokud existuje na kapitálovém trhu rovnováha, pak by každý správně oceněný cenný papír měl ležet na přímce SML. Cenné papíry ležící nad přímkou jsou podhodnocené, neboť nabízejí vyšší výnos, než investoři požadují na základě systematického rizika, a proto jsou vhodné k nákupu. Opačné závěry platí pro cenné papíry ležící pod přímkou. (Nývtová, Marinič, 2010)

Graf č. 2: Přímka trhu cenných papírů



Zdroj: Nývtová, Marinič, 2010

Přímku pro trh cenných papírů lze vyjádřit jako:

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

kde: r_e - náklady vlastního kapitálu,
 r_f - bezriziková úroková míra,
 β - koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku
ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu,
 r_m - průměrná výnosnost kapitálového trhu,
 $(r_m - r_f)$ - riziková prémie kapitálového trhu.

Rizikový koeficient β udává citlivost investice vůči změnám na trhu (pravděpodobná změna výnosu příslušné akcie v závislosti na změně výnosů všech akcií na trhu). Je podílem kovariance mezi výnosovou mírou investice a výnosovou mírou tržního portfolia a rozptylu výnosové míry tržního portfolia tedy (Nývtová, Marinič, 2011):

$$\beta = \frac{COV_{i,m}}{\sigma_m^2}$$

Tabulka č. 1: Interpretace hodnot koeficientu β

$\beta > 1$	Očekávaný výnos cenné papíru roste (klesá) rychleji než očekávaný tržní výnos
$\beta = 1$	Očekávaný výnos cenného papíru roste (klesá) stejně rychle jako očekávaný tržní výnos
$0 < \beta < 1$	Očekávaný výnos cenné papíru roste (klesá) pomaleji než očekávaný tržní výnos
$\beta = 0$	Očekávaný výnos cenného papíru je nezávislý na očekávaném tržním výnosu
$0 > \beta > -1$	Očekávaný výnos cenné papíru roste (klesá) pomaleji než klesá (roste) očekávaný tržní výnos
$\beta = -1$	Očekávaný výnos cenné papíru roste (klesá) stejně rychle jako klesá (roste) očekávaný tržní výnos
$\beta < -1$	Očekávaný výnos cenné papíru roste (klesá) rychleji než roste (klesá) očekávaný tržní výnos

Zdroj: Nývtová, Marinič, 2010

- **Stavebnicová metoda**

U stavebnicového způsobu je východiskem aktuální výnosnost bezrizikových cenných papírů (státních dluhopisů, popř. obligací velkých podniků dominujících na trhu), ke které se na základě expertního odhadu připočítávají přírážky za různé druhy rizika, vyplývající např. z předluženosti nebo snížené míry likvidity podniku. (Kislingerová, 2007) Dle Režňákové lze výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicového modelu provést na základě následujícího vzorce:

$$\text{Náklady vlastního kapitálu} = \text{Výnosnost bezrizikových CP} + \text{Přirážka za riziko}$$

- **Metoda INFA**

Jiná verze stavebnicové metody, kterou je metoda INFA, určuje rizikovou prémii firmy jako součet čtyř dílčích premií, stanovených pomocí finančních ukazatelů. Jedná se o **prémii za likviditu akcií** (závisí na velikosti firmy vyjádřené velikostí jejího vlastního kapitálu), **prémii za podnikatelské riziko** (vázané na ukazatel rentability aktiv), **prémii za riziko finanční nestability** (závislou na ukazateli běžné likvidity) a **prémie za riziko finanční struktury** (závislé na ukazateli úrokového krytí). (Fotr, Souček, 2005)

Stavebnicový model čtyř premií využívá především Ministerstvo průmyslu a obchodu, které vybuodovalo benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA ve spojení s Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem. S jeho pomocí lze rychle zhodnotit finanční zdraví podniku a porovnat výsledky s nejlepšími či nejhorsími podniky v odvětví. Zdroj dat pro tato šetření jsou statistická šetření Českého statistického úřadu.

- **Ostatní modely**

Kromě modelu CAPM, stavebnicového modelu a systému INFA se využívají i další modely jako např. **dividendový diskontní model**. Ten se používá u společností, které vyplácejí dividendy svým akcionářům - ovšem pouze za předpokladu, že výše vyplácených dividend plně a zcela reflektuje požadavky akcionářů na zhodnocení vloženého kapitálu, a tito věřitelé již neočekávají kromě výplaty dividend nárůst tržního akciového kurzu. V podmínkách České republiky existuje ovšem velmi málo podniků, v nichž lze splnit tyto podmínky, a výši dividend použít ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. V takovém případě vyplácené dividendy poměrujeme s výší akciového kapitálu, který má podnik k dispozici. (Nývtová, Marinič, 2010)

3.2.3.4.3. Průměrné náklady celkového kapitálu

Při optimalizaci kapitálové struktury hrají významnou roli průměrné náklady kapitálu (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Představují průměrný náklad, který podnik zaplatí za získání všech svých dluhů. Vlastník se snaží o kapitálovou strukturu, při které budou náklady WACC minimální. Schoellová pro výpočet využívá vzorec:

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C}$$

kde: r_d - úroková míra placená z cizího kapitálu,
 t - sazba daně z příjmu,
 $(1 - t)$ - daňový štít,
 D - úročený cizí kapitál,
 r_e - požadovaná procentní výnosnost vlastního kapitálu,
 E - vlastní kapitál,
 C - celkový zpoplatněný kapitál v Kč. (musí platit $C = D + E$).

Průměrné náklady kapitálu podniku jsou ve finančním rozhodování využívány trojím způsobem:

- slouží jako základ stanovení požadované výnosnosti při propočtu efektivnosti investičních projektů,
- mohou být využity pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku,
- mohou být použity jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální kapitálové struktury podniku. (Valach a kol., 2010)

"Každý podnik by se měl snažit o volbu levnější kombinace kapitálu, aby neprodražoval financování svých potřeb." (Kislingerová, 2007) Nejlevnější by bylo financovat provoz firmy co největším množstvím levnějšího cizího kapitálu. Ze vzorce jednoznačně plyne, že každé další zadlužení náklady na kapitál sníží. Optimalizace struktury kapitálu z hlediska kritéria WACC však není tak jednoduchá. Náklady na cizí kapitál ani náklady na vlastní kapitál nejsou konstantní, ale jejich výše se odvíjí od vnímání podnikatelských rizik jak ze strany věřitele, tak vlastníka. V případě vyššího zadlužení budou oba vnímat větší riziko, ochota věřitelů poskytovat peníze bude nižší, a odměnou za vstup do rizikovější pozice bude větší úrok. Také vlastník se bude cítit při vyšší zadluženosti ohrožen a bude vyžadovat vyšší výnosnost vlastního kapitálu. (Schoellová, 2008)

3.2.3.4.4. Náklady finanční tísně

Pokud společnost přestane dodržovat své závazky vůči věřitelům, tak se tím dostává do finanční tísně, která se může dále prohlubovat a vést až k úpadku či bankrotu firmy. Tento jev je běžný v období deprese ekonomiky.

Finanční tíseň, ať už jde o její relativní podobu (kdy firma není schopna hradit současné závazky, i když celková aktiva jsou větší než celkové závazky), nebo jde o absolutní podobu - předlužení (kdy podnik má aktiva menší než závazky), vždy vyvolává určité vícenáklady - náklady finanční tísně. Tyto náklady jsou ovlivněny jednak pravděpodobností vzniku finanční tísně, jednak samotnou velikostí různých druhů nákladů finanční tísně, které by firma musela vynaložit. Do nákladů finanční tísně zahrnujeme náklady úpadku a náklady vyplývající z konfliktu zájmů. (Valach a kol., 2010)

Náklady úpadku představují všechny přímé a nepřímé náklady, které vznikly v důsledku finančních obtíží firmy. Zahrnujeme sem různé poplatky za odměny právníků a expertů, které podnik musí uhradit, jestliže se dostává do úpadku. **Náklady vyplývající z konfliktu zájmů** jsou náklady, ke kterým došlo proto, že vlastníci cenných papírů přenechávají řízení firmy jiným osobám s jinými zájmy. (Hrdý, 2008)

V této kategorii nákladů dochází ke zvyšování pokud se zvyšuje i podíl dluhů, a je důležitá při stanovování optimální kapitálové struktury.

3.3. Optimalizace kapitálové struktury

Stejně jako ostatní oblasti finančního řízení, je i rozhodování týkající se struktury zdrojů financování směřováno k naplňování předpokladů dosažení základního finančního cíle podnikání - maximalizace bohatství vlastníků. (Nývtová, Marinič, 2010) Cílem podniku tedy je maximalizace zisku dosažená minimalizací nákladů. Jak již bylo uvedeno dříve, tak neplatí, že financování vlastním kapitálem je vždy levnější než využití kapitálu cizího, a zároveň nelze využívat pouze jeden či druhý způsob financování. Za účelem minimalizace nákladů kapitálu je tedy potřeba plánovat správný poměr využívání dluhu a vlastního kapitálu, což je předmětem optimalizačních úvah.

V rámci optimalizace tedy zvažujeme rozhodování typu dluh (debt) vs. vlastní kapitál (equity), kdy výsledná optimalizovaná kapitálová struktura se nachází mezi dvěma

extrémními řešeními: (a) firma je plně financována vlastním kapitálem, (b) firma je plně financována z dluhů (úvěry, emise obligací). Zjednodušeně řečeno, je optimální kapitálová struktura ta, která maximalizuje tržní hodnotu firmy a nachází se mezi těmito dvěma extrémy. (Křivská, 2009)

Pro řízení kapitálové struktury platí určité zásady. První zásadou je **diverzifikace zdrojů**, která je pro firmu nutná z hlediska optimalizace kapitálové struktury. Při volbě způsobu financování je také důležité respektovat **zaměření ekonomické činnosti firmy**. Další zásadou je **zohlednění daňových hledisek**, neboť daňové zatížení firmy negativně působí na její ekonomickou aktivitu, a proto je vhodná snaha o eliminaci tohoto problému. Pro řízení kapitálové struktury je rovněž důležité, aby kapitálová struktura **odpovídala vnitřním a vnějším ekonomickým podmínkám**, což znamená, že z hlediska vnitřních podmínek jde o efektivní fungování firmy jako celku, a z hlediska vnějších podmínek jde o posouzení vztahu k vnějšímu prostředí - státu, firmám, zákazníkům apod. (Růčková, 2010)

3.3.1. Bilanční pravidla

Bilanční pravidla se využívají pro stanovení vhodné struktury položek aktiv a pasiv. Jedná se pouze o doporučení, nikoliv o povinnost podniku tato pravidla dodržet.

Zlaté bilanční pravidlo doporučuje sladit časovou vázanost aktiv a pasiv. Říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů (tj. vlastního a dlouhodobého cizího kapitálu) a krátkodobý majetek z krátkodobých zdrojů. Tato situace ovšem běžně v praxi nenastává. (Schoellová, 2008)

Zlaté pari pravidlo sleduje vztah dlouhodobých aktiv a vlastního kapitálu a doporučuje, aby dlouhodobá aktiva byla financována převážně z vlastních zdrojů. (Sedláček, 2006)

Pravidlo vyrovnání rizika se zabývá pouze stranou pasiv a jeho podstatou je, že vlastní zdroje by neměly být nižší než zdroje cizí. (Máče, 2006)

Zlaté poměrové pravidlo říká, že v zájmu udržení finanční rovnováhy by nemělo tempo růstu investic přesáhnout tempo tržeb, a to ani v krátkodobém časovém horizontu. (Vochozka, 2011)

3.3.2. Teorie optimální kapitálové struktury

Optimalizace kapitálové struktury představuje samostatné téma zejména v USA. Do Evropy jsou výsledky amerických výzkumů víceméně přebírány. Pro české podmínky je charakteristické, že dříve byl význam finančních rozhodnutí podceňován, nyní je však naopak přeceňován. Názory na kapitálovou strukturu a její význam vyústily v posledních desetiletích do ucelených teorií. (Kislingerová, 2007)

Tyto teoretické postupy lze rozdělit do dvou skupin - statické a dynamické. První skupina, **statické teorie**, primárně vychází při hledání optimální kapitálové struktury z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Mezi tyto teorie lze zařadit zejména model Millera a Modiglianiho, tradiční přístup autorů DeAngela, Dodda, Duranda, Eitemana, Grahama a Masulise, a v neposlední řadě kompromisní teorii od DeAngela, Masulise a Warnera. Cílem statických teorií je nalezení rovnovážného cílového stavu podniku z hlediska tržní hodnoty a kapitálové struktury. **Dynamické teorie** potom kladou empirická zkoumání skutečného chování podniků na první místo a doplňují je teoretickým zobecněním. Do dynamických teorií spadá Myersova teorie hierarchického pořádku. Podstatou této skupiny je názor, že optimální struktura v podstatě neexistuje. (Kislingerová, 2007)

3.3.2.1. Model M-M

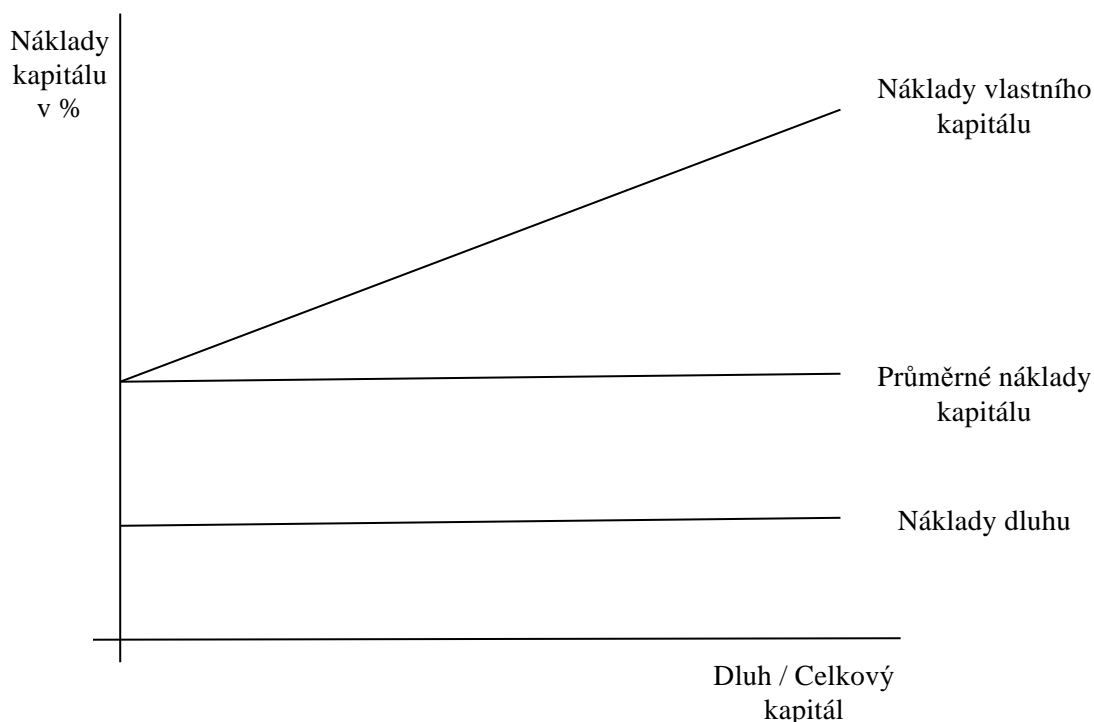
Model M-M představuje jednu ze statických teorií, jejíž autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller. Vznikl v roce 1958 a znamenal významný předěl v optimalizaci kapitálové struktury. Model vychází ze tří základních tvrzení:

- **Tvrzení I**

Toto tvrzení vychází z předpokladu, že existuje informačně **dokonalý kapitálový trh** (tj. neexistují transakční náklady, informace jsou dostupné všem investorům a žádný investor nemůže ovlivňovat cenu cenných papírů), sazba dluhu je bezriziková, neexistuje zdanění zisku a jsou zanedbány náklady finanční tísně. Na základě těchto předpokladů tedy lze formulovat závěr, že s rostoucím zadlužením se průměrné náklady WACC nemění

a jsou tedy nezávislé na kapitálové struktuře podniku. (Dluhošová, 2006) Tržní hodnota podniku (resp. cena akcií) je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od míry očekávaného zisku na akcii. (Kislingerová, 2007)

Graf č. 3: Tvrzení M-M I



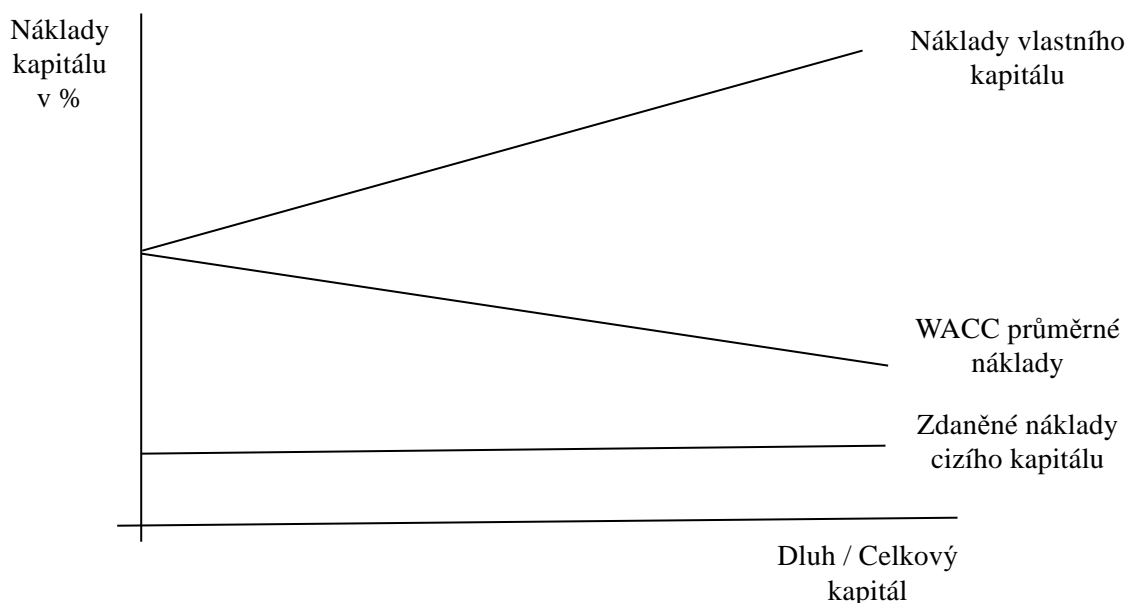
Zdroj: Hrdý, 2008

Jak již bylo zmíněno, tak toto tvrzení neakceptuje daňové zatížení. To je ovšem při uvažování a optimální kapitálové struktuře zásadní, protože je závislá na působení daňového štítu. Úroky z dluhu totiž nepůsobí v plné výši, ale pouze snížené o vliv daní, a proto druhé tvrzení bylo rozšířeno o tento faktor.

- **Tvrzení II**

Průměrné náklady kapitálu v důsledku **úrokového daňového štítu** se stupněm zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste. Je to způsobeno tím, že úroky z dluhu nepůsobí na podnik v plné výši, jak již bylo zmíněno. Za této situace by bylo pro podnik nejvhodnější využívat co největší podíl dluhu na celkovém kapitálu. (Valach a kol., 2010)

Graf č. 4: Tvrzení M-M II



Zdroj: Valach a kol., 2010

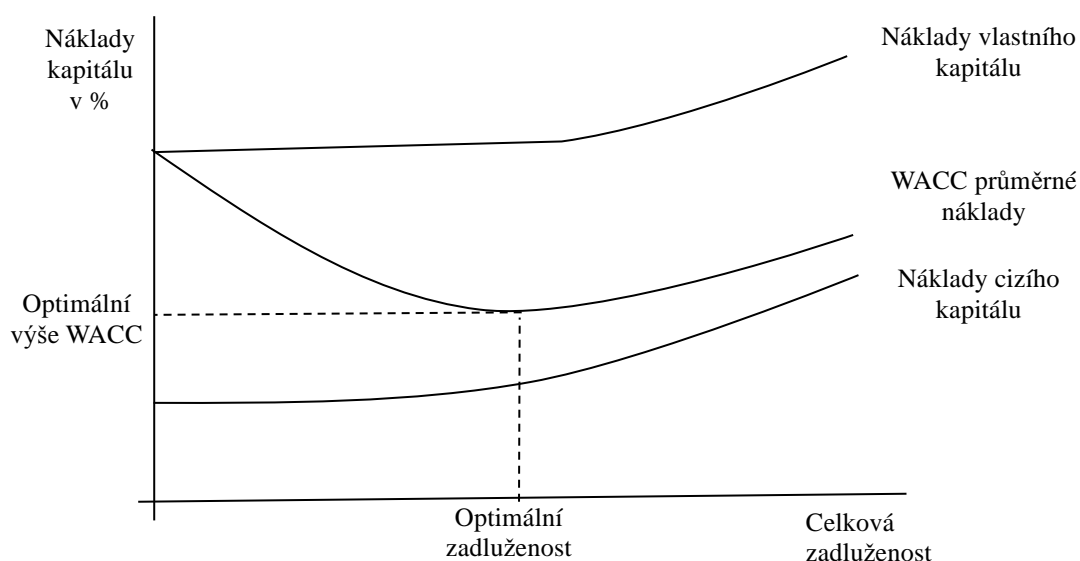
Podle této teorie by měla společnost optimálně operovat se 100% zadlužením, což ovšem v praxi nemůže fungovat. Společnost by se dříve či později předlužila, což by vedlo k úpadku či bankrotu firmy. Proto je v rámci posledního modelu uvažováno i o nákladech finanční tísně.

- **Tvrzení III**

Promítnutím **nákladů finanční tísně** dochází ke zvýšení stupně rizika, od určité míry zadlužení vedou ke zvýšení nákladů dluhu. Dochází k tomu proto, že úspory vzniklé v důsledku fungování úrokového daňového štítu jsou pohlceny náklady finanční tísně. Výsledkem růstu nákladů dluhu je nakonec to, že průměrné náklady kapitálu od určitého okamžiku začnou růst v souvislosti s růstem zadlužení a tržní hodnota firmy klesá. Teorie kapitálové struktury tak spěje k "U" křivce průměrných nákladů kapitálu. (Hrdý, 2008)

Podnik akceptuje investici pouze tehdy, pokud její míra ziskovosti přesahuje očekávanou míru zisku (EBIT) na akcii v dané třídě podniků. (Kislingerová, 2007)

Graf č. 5: Tvrzení M-M III



Zdroj: Dluhošová, 2006

Z grafu č. 5 je patrné, že náklady vlastního i cizího kapitálu mají exponenciální průběh. Vývoj WACC má tvar křivky "U", tzn. že existuje optimální míra zadluženosti, které odpovídají minimální náklady kapitálu. S vyšším stupněm zadluženosti se projevují náklady finanční tísně. (Dluhošová, 2006)

3.3.2.2. Klasická teorie

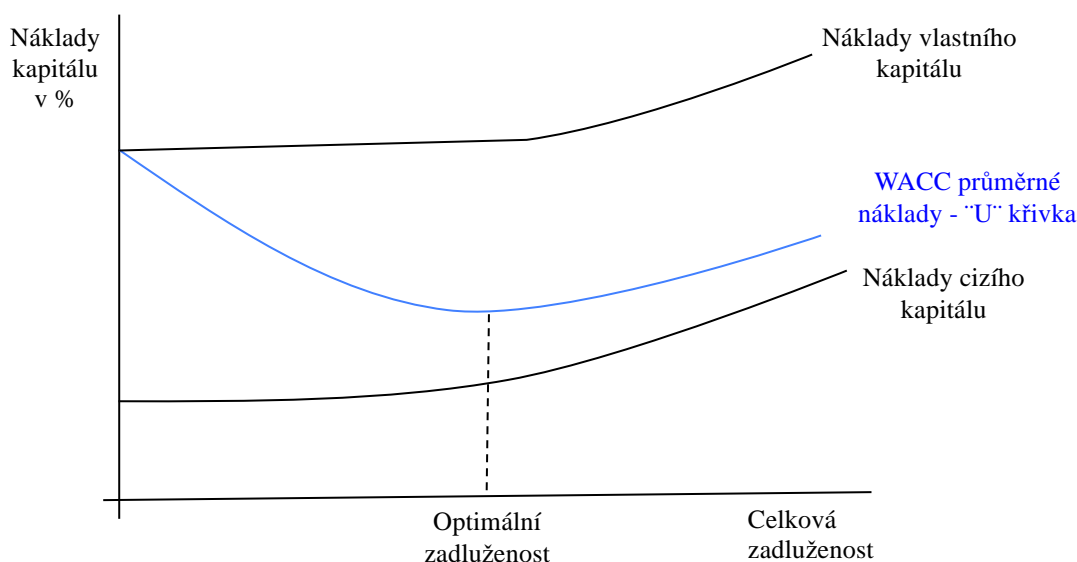
Tato teorie se řadí mezi statické teorie kapitálové struktury. Je reakcí na model M-M, ovšem odmítá předpoklad dokonalých kapitálových trhů, ostatní předpoklady jsou neměnné. Tímto modelem kapitálové struktury se zabývali např. Durand (1952), Dodd, Graham a jiní. (Aulová, 2012)

"Podle klasického přístupu, který většinou převládá, se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální." (Valach a kol., 2010)

Pokud je dosaženo optimální kapitálové struktury, lze předpokládat, že celková tržní hodnota firmy je maximální, přičemž ostatní ovlivňující faktory jsou konstantní. Toto tvrzení vyplývá z faktu, že tržní hodnota firmy (kterou můžeme zjednodušeně vyjádřit jako očekávané výnosy * 100 / průměrné náklady kapitálu) roste, jestliže se průměrné náklady snižují. Přitom platí, že očekávaný výnos zůstává konstantní. Optimální kapitálovou

strukturu podniku můžeme proto také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu firmy (Hrdý, 2008)

Graf č. 6: Optimální kapitálová struktura



Zdroj: Hrdý, 2008

Křivka průměrných nákladů (viz. graf č. 6) bývá též označována jako "U" křivka. Její minimum představuje optimální poměr mezi dluhem a celkovým kapitálem, tzn. optimální kapitálovou strukturu.

Výše naznačený vývoj nákladů dluhu, nákladů na vlastní kapitál a průměrných nákladů kapitálu vychází z následujících úvah:

- **Náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu.** Je to způsobeno tím, že věřitelé podstupují nižší riziko než akcionáři, požadují proto nižší výnosnost ze zapůjčených prostředků. Kromě toho úrok z cizího kapitálu snižuje základ zdanění, tzn., že působí úrokový daňový štít.
- **Náklady dluhu s růstem zadlužení stoupají.** Věřitelé pocítují vyšší finanční riziko a požadují vyšší úrok. Od určité míry zadluženosti mohou vznikat náklady finanční tísně, které vytlačují náklady dluhu, a tím i průměrné náklady kapitálu nahoru.
- **S růstem zadluženosti podniku stoupají nejen náklady dluhu, ale i náklady vlastního kapitálu.** I majitelé akcií pocítují při vyšším zadlužení vyšší riziko a začínají zvyšovat své požadavky na výnosnost akcií, což znamená růst nákladů vlastního kapitálu, a tím i růst průměrných nákladů kapitálu. (Hrdý, 2008; Valach a kol., 2010)

3.3.2.3. Metoda hierarchického pořádku

Na klasickou teorii optimalizace kapitálové struktury pak navázali další autoři. Hlavním představitelem metody hierarchického pořádku je Stewart Myers, který zobecnil závěry analýz z přelomu 50. a 60. let. Jde o dynamickou teorii, která stojí v protikladu k výše uváděnému modelu M-M i všem modifikacím tradičního přístupu, tedy vůči všem verzím modelu M-M. (Kislingerová, 2007) Tento přístup k optimalizaci kapitálové struktury nezkoumá složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu či tržní hodnoty firmy. Snaží se spíše zobecnit chování a rozhodování firem v oblasti kapitálové struktury. (Valach a kol., 2010)

Podle této teorie by měl podnik k dlouhodobému financování využívat finanční zdroje v pořadí zobrazeném na schématu č. 3. Teorie též říká, že náklady kapitálu nejsou rozhodujícím faktorem ovlivňujícím rozhodování o zdrojích financování. Podnik nemá stanovenou cílovou kapitálovou strukturu, potřeba externích zdrojů financování je dána investičními možnostmi podniku. Interní zdroje financování nejsou sice nejlevnější, ale jsou dostupnější. Pokud má podnik k dispozici interní zdroje financování a generuje vysoké cash flow, může využít tržní příležitost a zvyšovat do budoucna svou hodnotu. Při využití interních zdrojů současně nedochází ke vzniku dodatečných nákladů financování. (Režnáková, 2012)

Schéma č. 3: Hierarchie dlouhodobého financování



Zdroj: Vlastní zpracování

3.3.2.4. Kompromisní teorie

Autory této teorie jsou Brealey a Myers, kteří se snaží modely M-M zlepšit pro použití v praxi. Tato teorie chápe volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým a daňovým štítem (který do určité míry zadlužení, snižuje průměrné náklady kapitálu) a náklady finanční tísně (které zvyšují průměrné náklady kapitálu). V tom je zajedno s klasickou teorií optimalizace kapitálové struktury, opírající se o "U" křivku průměrných nákladů kapitálu. Za optimální považuje takové složení kapitálu, při němž daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně. (Valach a kol., 2010)

Kompromisní teorie zároveň klade důraz na podstatný vliv výše stability podnikového zisku a charakteru hmotných aktiv na úvahy o kapitálové struktuře. Firmy, které dosahují vyšších a stabilnějších zisků a které disponují bezpečnými hmotnými aktivy, si mohou dovolit vyšší podíly dluhu na celkovém kapitálu, než firmy, které dosahují nižších kolísajících zisků a mají k dispozici rizikovější aktiva. (Hrdý, 2008)

3.3.2.5. Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse

Tato teorie dochází k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný úhledný vzorec (tzn. vzorec pro výpočet průměrných nákladů kapitálu, o který se opírá klasická teorie kapitálové struktury). Při úvahách o kapitálové struktuře pouze doporučuje respektovat **čtyři dimenze**:

- **Daně** – ve svém důsledku vedou k úrokovému daňovému štítu (pokud je podnik ziskový), jestliže podnik nebude moci využívat úrokový daňový štít, neměl by se příliš zadlužovat.
- **Riziko** – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení firmy.
- **Typ aktiv** – firmy s převahou nehmotných aktiv, event. nelikvidních aktiv, by si neměly příliš půjčovat.
- **Finanční volnost** – tržní hodnota firmy závisí v delším období více na investičních rozhodnutích než na struktuře financování. Proto by měl podnik vždy usilovat o to, aby měl především dostatek zdrojů pro nové efektivní investiční příležitosti. Nejrychleji dostupné jsou přirozeně interní zdroje vlastního kapitálu. (Valach a kol., 2010)

3.3.2.6. Bod indiference kapitálové struktury

Při určování výše zisku, od které je financování cizím kapitálem výhodné, hovoříme o bodu indiference kapitálové struktury. Bod indiference představuje takovou úroveň zisku před zdaněním a nákladovými úroky, při které je zisk na akcii (resp. rentabilita vlastního kapitálu) stejný při použití dluhu jako při použití vlastního kapitálu (Nývtová, Marinič, 2010). Výpočet, který vychází z rovnosti zisku na akcii financovaného vlastním kapitálem a zisku na akcii financovaného kapitálem cizím, lze provést na základě zkráceného vzorce docenta Hrdého (2008):

$$Z_u = i \times K$$

kde: Z_u - zisk před zdaněním a nákladovými úroky,
 i - úroková míra cizího kapitálu,
 K - celkový kapitál.

3.4. Finanční analýza jako nástroj optimální kapitálové struktury

3.4.1. Charakteristika pojmu

Finanční analýza představuje nástroj pro rozbor dat, která jsou obsahem především účetních výkazů (rozvaha, výkaz zisků a ztrát, příloha). Slouží k hodnocení finančního zdraví prostřednictvím řady různých výpočtů (vertikální analýza, horizontální analýza, poměrové ukazatele aj.). Cílem je vysvětlit minulý a současný stav podniku, popř. navrhnout možná doporučení pro zlepšení budoucích finančních podmínek. Při finanční analýze se používá mezipodnikového či meziodvětvového srovnání za účelem pochopení celkového obrazu finančního zdraví daného podniku.

Pomocí finanční analýzy zjišťujeme, zda je podnik ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností. (Knápková, Pavelková, 2010) Pro podmínky optimalizace kapitálové struktury se finanční analýza využívá jako doplňkový nástroj. Pomáhá určit rentabilitu kapitálu, likviditu podniku, poměr aktiv a pasiv v rozvaze a především stanovit stupeň zadlužení společnosti. Zadlužení je při uvažování o kapitálové struktuře zásadní, a díky finanční analýze je možné určit, zda se podnik může více zadlužovat či nikoliv, a tím plánovat finanční strukturu podniku.

3.4.2. Základní metody

Základními metodami hodnocení finančního zdraví jsou metody analýzy absolutních a poměrových ukazatelů. Pro zkoumání absolutních ukazatelů se používá horizontální a vertikální analýza. Ty sledují nejen strukturu zkoumaných veličin a jejich vývoj v čase, ale také platnost bilančních pravidel (viz. kapitola 3.3.1. Bilanční pravidla). Poměrové ukazatele, kterými jsou např. likvidita, rentabilita či zadluženost, hodnotí intenzitu užívání zdrojů, jejich strukturu, profitabilitu či zadluženost podniku.

3.4.2.1. Absolutní ukazatele

3.4.2.1.1. Horizontální analýza

Tato analýza se používá k zachycení vývoje ve struktuře majetku a kapitálu. Při vypracovávání přehledu o hospodaření podniku a jeho vývoji je jednou z nejjednodušších a nejvíce využívaných metod právě horizontální analýza. Změny jednotlivých položek se sledují po řádcích, proto se tato metoda nazývá horizontální - vodorovná. (Sedláček, 2007)

"Rozbor může být zpracován buď meziročně, kdy srovnáváme dvě po sobě jdoucí období, nebo za několik účetních období." (Schoellová, 2008) Kromě sledování změn vykazovaných dat v čase, se zjišťují také jejich procentní změny. (Sedláček, 2007)

3.4.2.1.2. Vertikální analýza

Vertikální analýza spočívá ve vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu ke zvolené základně položené jako 100 %. Tato základna obvykle představuje výši aktiv či pasiv z rozvahy. (Knápková, Pavelková, 2010) V rámci této analýzy tedy sledujeme strukturu aktiv a pasiv podniku, tzn. položky majetku a kapitálu.

Značnou výhodou této analýzy je, že ji neovlivňuje meziroční inflace, proto je možné srovnání výsledků z různých let. Používá se proto ke srovnání vývojových trendů podniku za několik let a zároveň ke srovnání firem navzájem. (Sedláček, 2007 cit. dle Černá, 2012)

3.4.2.2. Poměrové ukazatele

Finanční poměrová analýza zkoumá strukturu podnikových aktiv, kvalitu a intenzitu jejich využívání, způsob jejich financování, strukturu nákladů, profitabilitu

firmy, likviditu a další rysy finančního života. Výsledky poměrové analýzy poskytují věřitelům, investorům a managementu informace o momentální situaci podniku. (Blaha, Jindřichovská, 2006 cit. dle Černá, 2012) Poměrová analýza umožňuje rychlé zhodnocení situace podniku. Pro analýzu kapitálové struktury jsou podstatné ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti či kapitálového trhu (pro společnosti obchodovatelné na kapitálovém trhu).

3.4.2.2.1. Ukazatele rentability

"Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu, je měřítkem schopnosti dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tj. schopnosti podniku vytvářet nové zdroje. Je formou vyjádření míry zisku, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu." (Knápková, Pavelková, 2010)

V praxi jsou sledovány čtyři kategorie rentability (aktiv, vlastního kapitálu, tržeb a celkového investovaného kapitálu), pro hodnocení kapitálové struktury jsou ovšem podstatné pouze ukazatele rentability celkového kapitálu a vlastního kapitálu.

Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE – Return on Capital Employed) je ukazatelem míry zhodnocení aktiv financovaných vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem. Komplexně tedy vyjadřuje efektivnost hospodaření společnosti. (Růčková, 2010 cit. dle Černá, 2012)

$$ROCE = \frac{EBIT}{Dlouhodobé\ závazky + Vlastní\ kapitál}$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE - Return on Equity) stanovuje poměr zisku po zdanění k vlastnímu kapitálu, a vyjadřuje tedy míru zhodnocení vlastních zdrojů, které užil podnik k financování. (Fotr, Souček, 2005) Zhodnocení vlastního kapitálu by mělo být tak velké, aby pokrývalo obvyklou výnosovou míru a rizikovou prémii. Rentabilita vlastního kapitálu by tedy měla být vyšší než míra výnosu bezrizikové alokace kapitálu na finančním trhu. (Valach a kol., 1999)

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál}$$

S rentabilitou celkového kapitálu je spojen ukazatel **finanční páky** (Financial Leverage). Ten odráží skutečnost, že za určitých okolností je možné zvednout výnosnost kapitálu tím, že použijeme pro financování podniku kapitál cizí. Podmínkou jejího fungování je dosahování takové výnosnosti celkového kapitálu, aby svou výší přesáhla úrokovou míru placenou z cizího kapitálu, tedy musí platit (Schoellová, 2008):

$$\frac{EBIT}{A} > r_d$$

kde: $EBIT$ – zisk před úroky a zdaněním,

A – celková používaná aktiva (= celkový kapitál),

r_d – úroková míra, za kterou je poskytován úvěr,

$EBIT/A$ – výnosnost celkového kapitálu, bez vlivu jeho skladby (jinak také ROA).

Tabulka č. 2: Působení finanční páky

EBIT/A > úroková míra dluhu	Finanční páka působí pozitivně
EBIT/A = úroková míra dluhu	Finanční páka nepůsobí
EBIT/A < úroková míra dluhu	Finanční páka působí negativně , tzn. zvýšeným používáním cizího kapitálu klesá výnosnost vlastního kapitálu (ROE)

Zdroj: Schoellová, 2008

Výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhové břemene lze také zjistit pomocí **indexu finanční páky** (Holečková, 2009):

$$\text{Index finanční páky} = \frac{\text{Rentabilita vlastního kapitálu}}{\text{Rentabilita celkového kapitálu}} \geq 1$$

Kdyby podnik nepracoval s cizím kapitálem, rovnala by se rentabilita celkového kapitálu rentabilitě vlastního kapitálu před zdaněním. Z hlediska rentability vlastního kapitálu se má cizí kapitál přijímat jen za předpokladu, že bude vynášet víc, než kolik se za něj musí platit, jinak řečeno, když přinese víc, než kolik stojí. Když tomu tak není, jdou výdaje na cizí kapitál na vrub výnosu vlastního kapitálu. Musí tedy platit, že index finanční páky je větší než 1. (Holečková, 2009)

3.4.2.2.2. Ukazatele zadluženosti

Zadluženost vychází ze skutečnosti, že podnik využívá cizí zdroje k financování své činnosti. Je v podstatě jakýmsi indikátorem rizika, které podnik nese při daném poměru vlastních a cizích zdrojů. Je zřejmé, že čím vyšší je zadluženost, tím vyšší je i riziko, které na sebe podnik bere. Společnost totiž musí být schopna splácet své závazky bez ohledu na to, zda se jí právě daří. (Knápková, Pavelková, 2010 cit. dle Černá, 2012)

Při analýze zadluženosti je dobré zjistit i objem majetku, který má firma pořízený na **leasing**. Tato aktiva se totiž neobjevují v rozvaze, ale jako náklad ve výkazu zisku a ztráty. V takovém případě nám ukazatele zadluženosti neprozradí celou zadluženost podniku. (Schoellová, 2008)

Celková zadluženost (Total Debt to Total Assets) představuje základní ukazatel zadluženosti, který vyjadřuje z kolika procent jsou celková aktiva financována cizím kapitálem. Mnoha autory doporučovaná hodnota je v rozmezí 30 % – 60 %.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}}$$

Koeficient samofinancování (Equity Ratio) představuje opak celkové zadluženosti, tzn. objem financování celkových aktiv vlastním kapitálem uváděný v procentech. Je vyjádřením samostatnosti firmy a finanční stability. "*Obecně platí, že zvyšování tohoto ukazatele znamená upevňování finanční stability. Je však třeba vzít do úvahy, že neúměrně vysoký ukazatel může vést k poklesu výkonnosti vložených prostředků.*" (Dluhošová, 2006)

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

"**Zadluženost vlastního kapitálu** (Debt-Equity Ratio) zjistíme podílem cizích zdrojů na vlastním kapitálu. Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát dluh převyšuje hodnotu vlastního kapitálu." (Nývtová, Marinič, 2010) Akceptovatelná zadluženost závisí na vývoji firmy a postoji k riziku. U stabilních společností by se měla zadluženost vlastního kapitálu pohybovat v pásmu 80 % – 120 %. (Dluhošová, 2006) Lze ji vyjádřit jako:

$$\text{Dluh na vlastní kapitál} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

„**Ukazatel úrokového krytí** (*Interest Coverage*) se vypočte jako poměr zisku před úroky a zdaněním (*EBIT*) k nákladovým úrokům. Informuje o tom, kolikrát je podnik schopen kryt úroky z cizího kapitálu poté, co jsou uhrazeny všechny náklady související s produktivní činností podniku.“ (Schoellová, 2008 cit. dle Černá, 2012)

Pokud má ukazatel hodnotu 1, znamená to, že podnik vytvořil zisk, který je dostatečný pro splácení úroků věřitelům, ale na stát v podobě daní a především na vlastníka v podobě čistého zisku již nic nezbylo. Z uvedeného vyplývá, že hodnota úrokového krytí není pro podnik dostačující. Odborná literatura obvykle uvádí doporučenou hodnotu ukazatele vyšší než 5. (Knápková, Pavelková, 2010)

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

3.4.2.2.3. Ukazatele likvidity

Schopnost účetní jednotky uhradit své finanční závazky v okamžiku jejich splatnosti měří ukazatelé likvidity. (Máče, 2006) Jejich nedílnou součástí jsou i pojmy likvidnost a solventnost. **Likvidnost** v podstatě vyjadřuje vlastnosti jednotlivých majetkových složek podniku – ve smyslu jejich schopnosti přeměnit se rychle bez větších ztrát v peněžní prostředky. **Solventnost** představuje platební schopnost podniku – tedy schopnost hradit své závazky včas (v okamžiku jejich splatnosti). **Likvidita** vyjadřuje schopnost podniku přeměnit aktiva na hotovost nebo její ekvivalent, a je tedy jakýmsi krátkodobým pohledem na solventnost. (Nývtová, Marinič, 2010)

Ukazatel běžné likvidity (*Current Ratio*) vysvětluje, v jakém rozsahu jsou krátkodobé závazky pokryty krátkodobými aktivy, která mají být přeměněna na hotovost v přibližně stejné době, jako je doba splatnosti těchto závazků. Pokud roste doba obratu těchto aktiv, tak zdánlivě roste i bezpečnost společnosti. (Blaha, Jindřichovská, 2006 cit. dle Černá, 2012) Vyhovující hodnoty tohoto ukazatele jsou v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$\text{Ukazatel běžné likvidity} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita (*Quick Asset Ratio*) očišťuje ukazatel běžné likvidity o nejméně likvidní části oběžných aktiv, tj. zásoby. Doporučená hodnota se pohybuje v intervalu 1 – 1,5.

$$\text{Ukazatel pohotov\acute{e} likvidity} = \frac{(\text{Ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva} - \text{Z\acute{a}soby})}{\text{Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}$$

Do **okamžit \acute{e} likvidity** (Cash Position Ratio) vstupuj \acute{y} jen ty nejlikvidn \acute{e} jší položitky, cožit jsou pen \acute{i} ze na b \acute{e} žn \acute{e} m \acute{u} čtu, na jin \acute{y} ch \acute{u} čtech nebo v pokladn \acute{e} , ale i kr \acute{a} tkodob \acute{e} obchodovateln \acute{e} cenn \acute{e} pap \acute{i} ry. Okamžit \acute{a} likvidita je v podstat \acute{e} finanční majetek. Doporučen \acute{a} hodnota se pohybuje v intervalu 0,2 – 0,5. (Schoellov \acute{a} , 2008 cit. dle Čern \acute{a} , 2012)

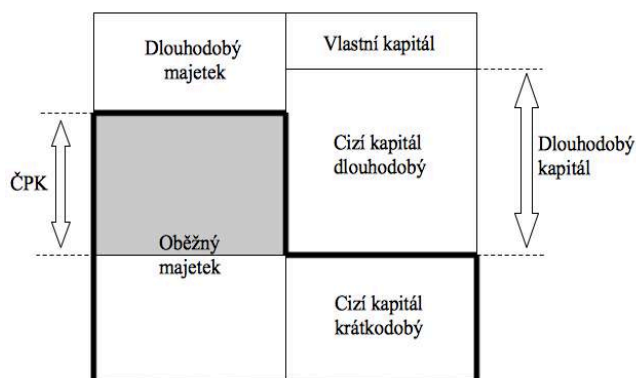
$$\text{Ukazatel okamžit\acute{e} likvidity} = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}$$

3.4.2.3. Čist \acute{y} pracovní kapit \acute{a} l

Čist \acute{y} pracovní kapit \acute{a} l (ČPK), neboli provozn \acute{i} kapit \acute{a} l, je často využitvan \acute{y} m ukazatelem. Je určen rozd \acute{i} lem mezi ob \acute{e} žn \acute{y} m majetkem a kr \acute{a} tkodob \acute{y} mi ciz \acute{i} mi zdroji. Pro dosažen \acute{i} likvidity podniku je z \acute{a} sadn \acute{i} p \acute{r} ebytek kr \acute{a} tkodob \acute{y} ch likvidn \acute{i} ch aktiv nad kr \acute{a} tkodob \acute{y} mi zdroji, tzn. dostatečně velk \acute{y} voln \acute{y} kapit \acute{a} l. Čist \acute{y} pracovní kapit \acute{a} l p \acute{r} edstavuje ob \acute{e} žn \acute{y} majetek, kter \acute{y} je financov \acute{a} n dlouhodob \acute{y} m kapit \acute{a} lem (viz. obr. č. 1). (Kn \acute{a} pkov \acute{a} , Pavelkov \acute{a} , 2010 cit. dle Čern \acute{a} , 2012)

Tento ukazatel m \acute{a} v \acute{y} znamn \acute{y} vliv na solventnost podniku. P \acute{r} ebytek kr \acute{a} tkodob \acute{y} ch aktiv nad kr \acute{a} tkodob \acute{y} mi dluhy oprav \acute{n} uje k \acute{u} sudku, že podnik m \acute{a} dobr \acute{e} finanční z \acute{a} zem \acute{i} a je likvidn \acute{i} . Tento ukazatel p \acute{r} edstavuje finanční polšt \acute{a} r, kter \acute{y} podniku umožn \acute{i} pokračovat ve sv \acute{y} ch aktivit \acute{a} ch i v p \acute{r} íp \acute{a} d \acute{e} , že by ho potkala n \acute{e} jak \acute{a} nep \acute{r} íz \acute{n} iv \acute{a} ud \acute{a} lost, ježit by vyžadov \acute{a} la vysok \acute{y} v \acute{y} dej pen \acute{e} žitn \acute{i} ch p \acute{r} ost \acute{r} edk \acute{u} . (Sedl \acute{a} ček, 2007)

Obr. č. 1: Čist \acute{y} pracovní kapit \acute{a} l



Zdroj: Kn \acute{a} pkov \acute{a} , Pavelkov \acute{a} , 2010

4. ANALYTICKÁ ČÁST

Analytická část této práce se zabývá kapitálovou strukturou společnosti Skanska a.s. a její optimalizací. Data jsou sledována za časové období let 2008 – 2013. V úvodu je specifikováno stavebnictví jako celek včetně jeho vývoje, a jsou zde shrnuty základní informace o společnosti Skanska a.s. Následně je provedena finanční analýza, která se prostřednictvím analýzy absolutních ukazatelů věnuje rozboru pasiv a jejich vývoji ve zkoumaných letech, a dále je pomocí poměrových ukazatelů rozebrána rentabilita, likvidita a zadluženost společnosti s důrazem na kapitálovou strukturu. Obsahem této části jsou též ukazatele finanční páky a čistého pracovního kapitálu, které pomáhají dotvořit ucelený obraz o zdraví společnosti a částečně i o financování aktivit společnosti Skanska, čemuž je věnována větší pozornost v následující části.

V druhé části je nejprve ověřena platnost bilančních pravidel v podniku, a poté jsou zde evaluovány a rozebrány náklady kapitálu. Ty slouží jako podklad pro následnou analýzu optimalizace kapitálové struktury a hledání optimálního bodu zadluženosti, kterému odpovídají nejnižší průměrné náklady. Za účelem nalezení tohoto bodu je zkonstruována "U" křivka. V závěru je potom navržena optimální kapitálová struktura v návaznosti na předchozí zkoumání a doporučeny vhodné kroky pro budoucí financování aktivit společnosti.

4.1. Současný stav odvětví

Před provedením samotné analýzy kapitálové struktury společnosti Skanska a.s. je vhodné přiblížit vývoj v odvětví ve kterém společnost operuje – stavebnictví.

Tabulka č. 3: Vybrané charakteristiky odvětví Stavebnictví v letech 2008 – 2013

ODVĚTVÍ STAVEBNICTVÍ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet podniků (v tis.)	71	71	120	115	111	111
Výsledek hospodaření (v tis. Kč)	8 495 264	12 216 417	10 043 105	7 713 032	5 374 191	5 259 747
Průměrný stav zaměstnanců (v tis.)	41 930	40 103	42 873	39 795	38 472	35 303
Počet odpracovaných hodin (v tis.)	76 485 409	72 370 410	76 810 036	72 162 416	69 435 117	63 381 018

Zdroj: Vlastní zpracování dle finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Stavebnictví patří v České republice k zásadním odvětvím, jak svým příspěvkem k tvorbě hrubého domácího produktu, tak podílem na zaměstnanosti. Je též odvětvím, které bylo velmi silně postiženo hospodářskou krizí, jejíž dopady se objevily s určitým časovým předstihem již v roce 2008. (časopis Stavebnictví, 2012)

Pokud se podíváme na výsledek hospodaření celého odvětví (viz. tabulka č. 3), tak lze v posledních čtyřech letech pozorovat jeho významný pokles. Tento trend byl způsoben klesající poptávkou ze strany státu a veřejnosti, a také tím, že dochází spíše k dokončování a opravám staveb než k jejich zahajování. Největší propad potom nastal mezi lety 2011 a 2012. Dle statistik vydávaných Českým statistickým úřadem došlo v prosinci 2012 k meziročnímu poklesu produkce až o 14,1 %. Pokud srovnáme stavební produkci v prvním sledovaném roce 2008 a roce posledním 2013, tak klesla o 25,1 %. Je zde též zjevný výkyv v roce 2009, který byl dle časopisu Stavebnictví (2012) způsobem růstem státních zakázek v oblasti infrastruktury.

Další významný pokles lze v posledních letech zaznamenat i u průměrného počtu zaměstnanců a počtu odpracovaných hodin. Klesající trend odráží fakt, že se počet zakázek snížil až o 7,1 % (ČZSO, 2013) a zaměstnavatelé tedy byli nuceni propouštět své zaměstnance kvůli nedostatku práce. Počet podniků však měl více méně rostoucí tendenci. Důvodem je, že významné propouštění zaměstnanců vedlo ke vzniku nových firem právě těmito propuštěnými stavaři.

Dle Hospodářských novin (2015) čeští stavaři v následujících letech očekávají rychlý růst stavebnictví jako celku, který jej má dostat z pětileté krize. Tomuto růstu mají pomoci především veřejné zakázky, čerpání dotací z fondů Evropské unie a výstavba bytů v Praze.

4.2. Charakteristika podniku

Skanska a.s. je stavební a developerská firma, která vznikla zápisem do obchodního rejstříku dne 10. prosince 2001 v Brně. Skupina však vznikla již mnohem dříve než byla společnost Skanska a.s. zapsána do obchodního rejstříku. Postupným vývojem, pod různými obchodními jmény a v různých právních formách, se stala lídrem českého a slovenského stavebnictví. Nyní na trhu působí již 60 let. **Předmětem její činnosti** je jak stavební činnost v dopravních, průmyslových, inženýrských, občanských či bytových stavbách, tak Facility Management. **Zákazníky** Skansky a.s. jsou velké i malé společnosti,

zástupci veřejného sektoru, investičních společností i jednotlivci. Největší zakázky zadává stát. Skanska a.s. se ovšem nově zaměřuje i na zakázky menší a střední, a proto nelze jednoznačně říci zda převažuje realizace zakázek veřejného či soukromého sektoru. Tento poměr se liší divize od divize - divize silničního či železničního stavitelství bude mít větší poměr veřejných zakázek než například divize pozemního stavitelství. Skanska a.s. se však může pyšnit prvenstvím v získávání veřejných zakázek a celkovým 6% podílem na trhu. Mezi významné projekty potom patří O2 Arena, dálnice D1, centrála ČSOB Radlická a další stavby. Je také důležité zmínit, že se v posledních letech posiluje spolupráce se zahraničím, a Skanska a.s. tak dodává do mnoha evropských zemí (především do Švédska, Norska, Polska a Rumunska).

Tabulka č. 4: Základní informace o společnosti Skanska a.s. – Výpis z obchodního rejstříku

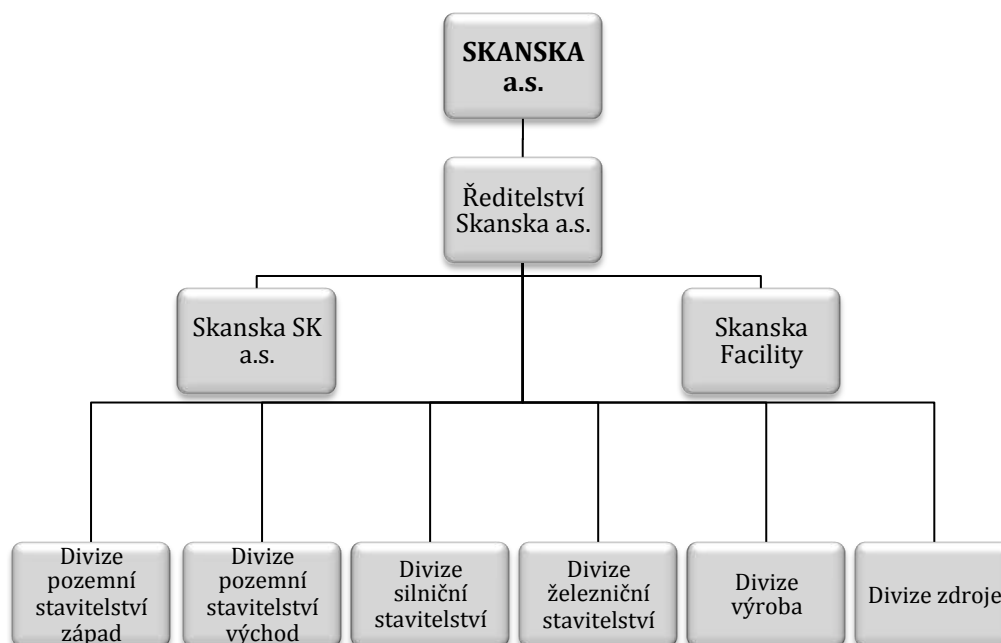
Obchodní firma:	Skanska a.s.
Datum zápisu:	10. prosince 2001
Spisová značka:	B 15904 vedená u Městského soudu v Praze
Sídlo:	Praha 4 - Chodov, Líbalova 1/2348, PSČ 14900
Identifikační číslo:	26271303
Právní forma:	Akciová společnost
Předmět podnikání (vybrané):	- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
	- projektová činnost ve výstavbě
	- výkon zeměměřičských činností
	- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
	- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany
	- revize, prohlídky a zkoušky určených technických zařízení v provozu
	- pověření k provádění technických prohlídek a zkoušek určených technických zařízení
	- poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob
Předmět činnosti:	- správa vlastního majetku
Statutární ředitel:	ROMAN WIECZOREK
Způsob jednání:	Společnost zastupuje statutární ředitel
Předseda správní rady:	ROMAN WIECZOREK
Člen správní rady:	PIOTR PAWEŁ JANISZEWSKI
Jediný akcionář:	Skanska Kraft AB
	Stockholm, c/o Skanska AB, Warfvingsvägen 25 , 11274, Švédské království
Akcie:	1 100 ks akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč
Základní kapitál:	1 100 000 000,- Kč
Splaceno:	100 %

Zdroj: Výpis z obchodního rejstříku dostupný na www.justice.cz

Jediným **akcionářem** Skanska a.s. je Skanska Kraft AB, jejímž stoprocentním vlastníkem je Skanska AB, která sídlí ve Stockholmu. Aktuálně zaměstnává 57 100 zaměstnanců a působí na vybraných trzích v Evropě (např. Švédsko, Norsko, Finsko, Velká Británie, Rumunsko, Polsko, Slovensko), Spojených státech a Jižní Americe. (Výroční zpráva Skanska, a.s. 2013)

Stavební skupinu v čele s **mateřkou společností** Skanska a.s. tvoří i další dceřiné společnosti v České a Slovenské republice. Na Slovensku podniká skupina prostřednictvím závodů a oblastní dceřiné společnosti Skanska SK a.s., které funkčně spadají pod jednotlivé divize mateřské společnosti. V současné době se dělí na **šest výrobních divizí**: Pozemní stavitelství západ, Pozemní stavitelství východ, Silniční stavitelství, Železniční stavitelství, Výroba a zdroje. Největší podíl na tržbách má závod Pozemní stavitelství západ. V České republice též působí nezávisle na skupině ještě společnosti Skanska Property Czech Republic, s.r.o., Skanska Reality a.s. a několik účelových společností Skanska. (Výroční zpráva Skanska a.s., 2013)

Schéma č. 4: Organizační struktura společnosti Skanska a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování dle výroční zprávy společnosti Skanska a.s., 2013

Tabulka č. 5: Základní charakteristiky společnosti Skanska a.s.

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet zaměstnanců	2 818	4 846	3 907	3 635	3 491	3 224
Tržby (v tis. Kč)	17 726,00	27 060,00	19 237,00	14 892,00	12 618,00	10 661,00
Hospodářský výsledek (v tis. Kč)	893 155,00	1 455 787,00	763 740,00	15 408,00	8 876,00	- 693 512,00

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Z tabulky č. 5 je patrné, že vývoj vybraných charakteristik společnosti Skanska a.s. kopíruje stav odvětví, jehož vývoj byl zkoumán v předchozí části. Vlivem hospodářské krize a snížením počtu zakázek dochází k významnému propadu tržeb a výsledku hospodaření. Výjimkou je opět výkyv v roce 2009 způsobený již dříve zmiňovanými investicemi státu do infrastruktury. Od roku 2009 také klesá počet zaměstnanců.

Pokles stavebního trhu vedl společnost Skanska a.s. v roce 2013 ke změně strategie podnikání, a vznikl tak projekt s názvem "**Nová Skanska**". V rámci něj se společnost zaměřuje na rizikový management a odstupuje od rizikových či ztrátových zakázek, které by přijímala pouze za účelem zachování zaměstnanosti v původní výši. Některé firmy v rámci odvětví toto riziko podstupují, což pro ně může z dlouhodobého hlediska znamenat zásadní problémy v hospodaření. Dalším podstatným bodem této strategie je regionalizace podnikání. Cílem je přijímat menší a střední zakázky v rámci regionů, které mohou pomoci posílit postavení společnosti v rámci republiky. Primárně se ovšem chce stále profilovat jako distributor velkých stavebních projektů. Mimo tento projekt Skanska a.s. klade též důraz na **transparentnost** a snaží se o její zvyšování v rámci českého podnikatelského prostředí. Za účelem naplňování svých zásad se drží interní **politiky "pěti nul"**. Ta si klade za cíl provoz bez ztrátových projektů, ekologických incidentů, etických prohřešků, pracovních úrazů a vad.

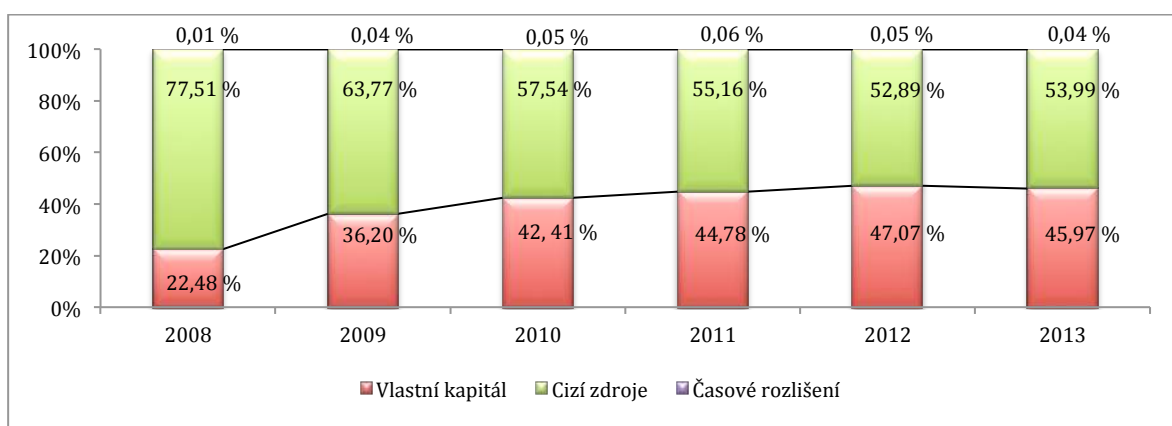
4.3. Finanční analýza

4.3.1. Absolutní ukazatele

4.3.1.1. Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza pasiv zkoumá relativní strukturu pasiv společnosti Skanska a.s., tzn. poměr vlastního a cizího kapitálu, a detailní strukturu jejich složek. Výsledky jsou meziročně srovnány a v závěru jsou za účelem zvýšení vypovídací schopnosti porovnány s odvětvím. Kompletní vertikální analýza rozvahy společnosti Skanska je obsahem přílohy č. 1

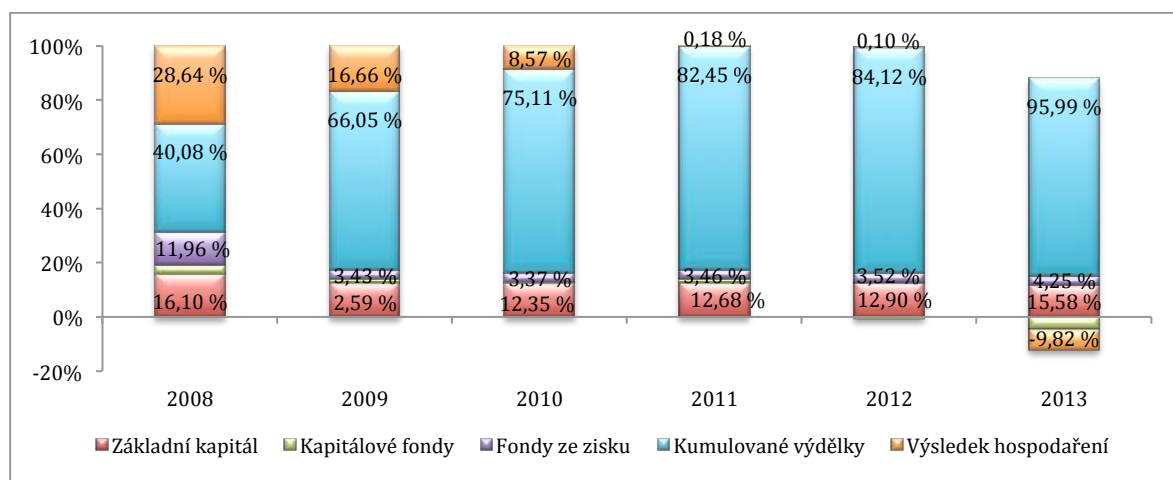
Graf č. 7: Poměr vlastního kapitálu, cizího kapitálu a časového rozlišení na pasivech společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Z grafu č. 7 je patrné, že výrazně vzrostl poměr vlastního kapitálu na úkor cizího. V roce 2008 byl vlastní kapitál tvořen pouze 22,48 %. Od roku 2010 se potom společnost snaží o udržení poměru vlastního kapitálu převyšujícího 40 %. Tento vývoj naznačuje, že si společnost vytvořila tzv. "finanční polštář" za účelem snížení možných rizik plynoucích z hospodářské krize. Rizika mohou nastat především v podobě poklesu poptávky ze strany investorů a neschopnosti splácet své závazky z obchodních vztahů. Došlo také ke zpřísnění přístupu k bankovním úvěrům a zvýšení úroků, což by v případě nedostatku vlastních zdrojů mohlo společnost v budoucnosti vést k vysokému zadlužení. Další rizika, která nejsou příčinou hospodářské krize, by mohla nastat vlivem špatného počasí v zimních měsících, protože stavebnictví je odvětví charakteristické svou sezónností.

Graf č. 8: Struktura vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s v letech 2008 – 2013

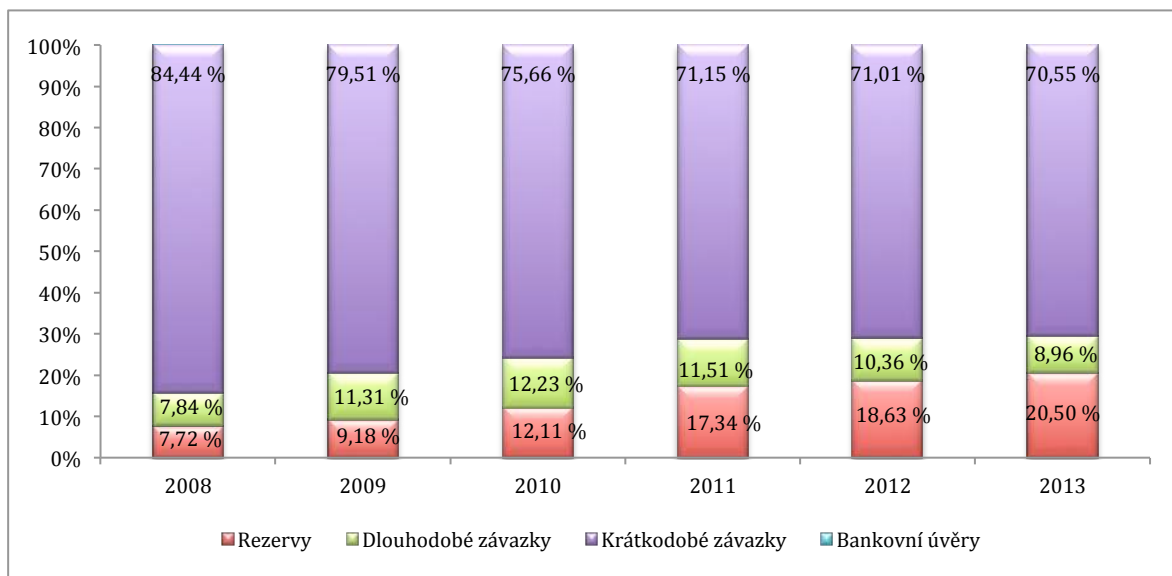


Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Zjištěný růst vlastního kapitálu byl tvořen především rostoucím poměrem **kumulovaných výdělků**, neboli nerozdělených výsledků hospodaření minulých let (viz. graf č. 8). Valná hromada společnosti rozhodla o zadržení těchto zdrojů jako opatření proti vzniku možných rizik ve spojení s celosvětovou hospodářskou krizí. Společnost se snaží svou činnost primárně financovat z vlastních zdrojů, což je jednou ze zásad centrální Švédské Skansky, jejíž dodržování mohlo být v průběhu krize ohroženo.

Za povšimnutí stojí rok 2013, kdy je celá osa pasiv posunuta do minusových hodnot. To bylo způsobeno vzniklou **ztrátou** a zápornými **kapitálovými fondy**. Společnost Skanska a.s. v roce 2013 v rámci zkoumaného období poprvé vykázala ztrátu ve výši 694 mil. Kč. Ta byla jednak způsobena snížením objemu zakázek a produkce, ale také zjištěním účetního zkreslování výsledků svými zaměstnanci. Vrcholoví manažeři divize betonových konstrukcí nechtěli dlouhodobě vykazovat špatná čísla, a proto uměle nadhodnocovali zásoby. Doufali, že další rok už situace na trhu bude lepší a nadhodnocení se vrátí zpět k normálu. S těmito zaměstnanci byl ukončen pracovní poměr, a Skanska a.s. byla v roce 2013 nucena odepsat 258 mil. Kč v podobě jiného výsledku hospodaření. Společnost dále přijala opatření zabráňující opakovanému vzniku těchto problémů, jako např. úpravy softwaru, měsíční dokladovou inventarizaci, oddělení controllingu od jednotlivých divizí aj. Došlo též k prodeji a minimalizaci zásob. Co se týká záporných kapitálových fondů, tak to bylo způsobeno přeceňováním majetku a závazků včetně vzniklých kurzových rozdílů. Majetek byl přeceňován za účelem snižování rozdílů mezi jeho zůstatkovou a prodejní cenou.

Graf č. 9: Struktura cizího kapitálu společnosti Skanska a.s v letech 2008 – 2013



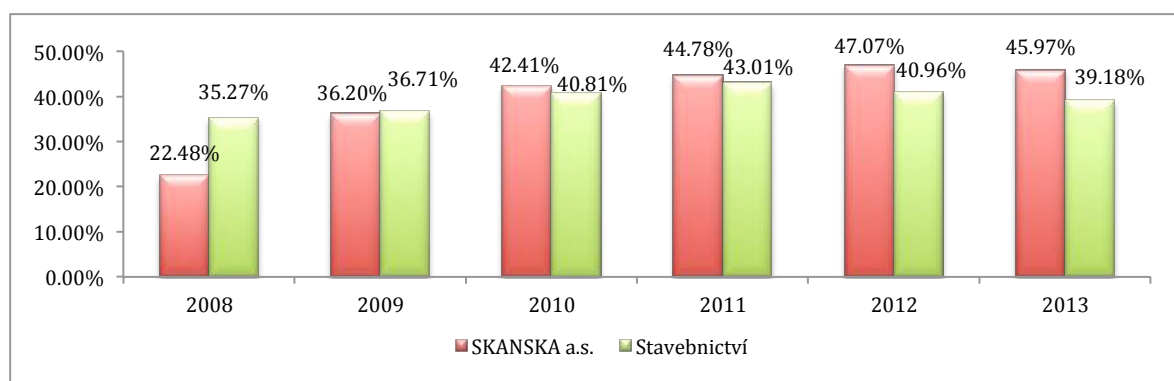
Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Zásadní položkou cizího kapitálu jsou **krátkodobé závazky**, které ve sledovaném období tvoří vždy 70 – 85 % cizího kapitálu. Jedná se primárně o provozní zálohy přijaté od zákazníků, které jsou vybírány průběžně, na bázi měsíční fakturace či dokončení jednotlivých etap výroby, a slouží k financování produkční činnosti. Každoročně představují minimálně 50 % krátkodobých závazků. Další významnou složkou krátkodobých závazků jsou dohadné účty pasivní, které zahrnují nevyfakturované dodávky. Vzhledem k tomu, že došlo ke snížení počtu zakázek, tak poměr krátkodobých závazků mírně klesá. **Dlouhodobé závazky** potom z převážné většiny představují pozastávky vůči subdodavatelům, které vznikají v případě nesplnění podmínek vyplývajících ze smlouvy.

Další významnou položkou cizího kapitálu jsou **rezervy**. Společnost Skanska a.s. tvoří hlavně ostatní rezervy na náklady související s residenčním developmentem, záruční opravy a ztrátové projekty. Dalšími rezervami, které je vhodné zmínit, jsou rezervy na daň z příjmů, ukončení provozu či sanaci a rekultivaci pozemků. V roce 2013 byly také tvořeny zvýšené rezervy na reorganizaci spojenou s případem pochybení zaměstnanců v divizi betonových konstrukcí.

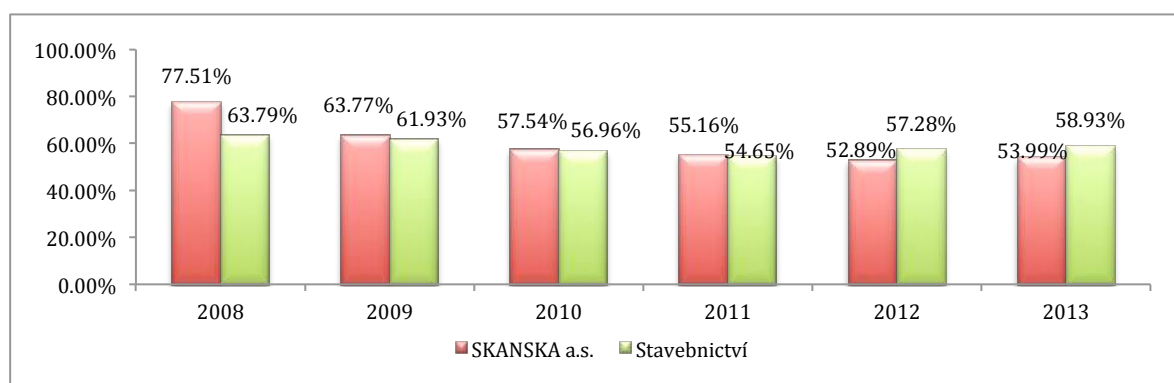
Společnost rovněž čerpala krátkodobý **kontokorentní úvěr**, který měl v roce 2008 výši 220 tis. Kč, a k 31.12.2008 byl splacen. Díky zásadám jediného vlastníka se však Skanska a.s. snaží tyto zdroje nevyužívat a financovat vše z vlastních.

Graf č. 10: Srovnání poměru vlastního kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Graf č. 11: Srovnání poměru cizího kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Z předchozích grafů je patrné, že společnost Skanska a.s. víceméně následuje trend odvětví ve struktuře vlastního a cizího kapitálu. Jediný významnější rozdíl lze zaznamenat v roce 2008, kdy měla Skanska nižší poměr vlastního kapitálu než stavebnictví, a logicky i vyšší poměr kapitálu cizího. V následujících letech však byla jasně patrná snaha o využívání především vlastních zdrojů a docházelo tak ke snižování poměru cizího kapitálu. Toho bylo dosaženo tvorbou finančních rezerv pro případ vzniku možných rizik spojených s hospodářskou krizí. Rozdílnost výsledků potom v dalších letech činila pouze několik procent. Obecně lze tedy konstatovat, že se společnost z pohledu struktury zdrojů od odvětví příliš neliší, což značí efektivitu v rámci odvětví. Podklady, na základě kterých došlo ke srovnání, jsou součástí přílohy č. 3.

4.3.1.2. Horizontální analýza pasiv

Horizontální analýza zaznamenává meziroční změny v jednotlivých položkách rozvahy. Pro hodnocení optimální kapitálové struktury je vhodné se zaměřit pouze na stranu pasiv. Nejvýznamnější změny z let 2008 – 2013 jsou shrnuty v tabulce č. 6.

Tabulka č. 6: Horizontální analýza pasiv společnosti Skanska a.s.

SKANSKA a.s.	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
	Změna (%)	Změna (%)	Změna (%)	Změna (%)	Změna (%)
<i>Vlastní kapitál</i>	180,2 %	2,0 %	- 2,6 %	- 1,8 %	- 17,2 %
Základní kapitál	119,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kapitálové fondy	10,0 %	- 51,8 %	101,0 %	-151,0 %	673,8 %
Fondy ze zisku	-19,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Kumulované výdělků	361,8 %	15,9 %	6,9 %	0,2 %	- 5,5 %
Výsledek hospodaření	63,0 %	-47,5 %	-98,0 %	- 42,4 %	- 7913,3 %
<i>Cizí zdroje</i>	43,2 %	-21,5 %	-11,6 %	-10,4 %	-13,4 %
Rezervy	70,4 %	3,5 %	26,7 %	- 3,7 %	- 4,8 %
Dlouhodobé závazky	106,6 %	-15,1 %	-16,8 %	-19,3 %	-25,2 %
Krátkodobé závazky	34,8 %	-25,3 %	-16,8 %	-10,6 %	-14,0 %
Bankovní úvěry	-100,0 %	N/A	N/A	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

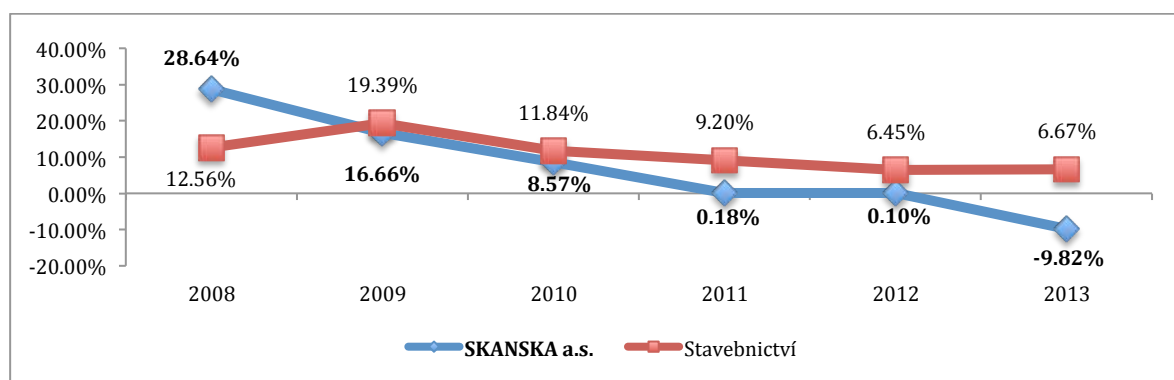
Tabulka č. 6 potvrzuje základní trendy, které byly odhaleny v rámci vertikální analýzy. Podíl vlastního kapitálu na pasivech v roce 2008 výrazně vzrostl (o 180 %), a v následujících letech byl udržován ve vyšší míře oproti roku základnímu. To bylo způsobeno přesunem výsledků hospodaření do kumulovaných výdělků. Dále také došlo k poklesu výsledku hospodaření běžného období, až do ztráty v roce 2013, která tvořila meziroční změnu - 7 913 %. Z horizontální analýzy je patrné, že valná hromada v roce 2009 rozhodla o navýšení základního kapitálu z vlastních zdrojů (o 119 %). Co se kapitálových fondů týče, tak se může zdát, že v roce 2013 došlo k jejich razantnímu růstu. Změna o 674 % ovšem představuje propad z - 55 mil (2012) na - 423 mil. (2013).

4.3.2. Poměrové ukazatele

4.3.2.1. Rentabilita

Rentabilita je ukazatelem efektivity, vyjadřující výnosnost sledovaných veličin (aktiv, tržeb, kapitálu). Interpretace ukazatelů vyjadřuje kolik Kč zisku připadá na jednu vloženou Kč. Při hodnocení optimální kapitálové struktury je vhodné sledovat rentabilitu vlastního kapitálu a celkového investovaného kapitálu, a snažit se o jejich maximalizaci.

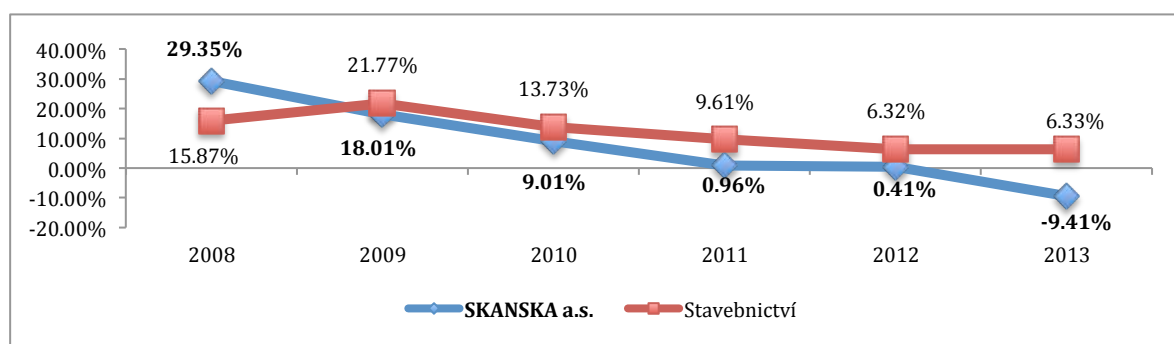
Graf č. 12: Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Rentabilita vlastního kapitálu udává výnosnost kapitálu, kterou do podniku vložili jeho vlastníci. Z předchozího grafu je zřejmé, že v roce 2008 byla rentabilita vlastního kapitálu více než dvojnásobná oproti výsledkům odvětví. Skanska v tomto roce vykazovala 0,28 Kč zisku na jednu vloženou korunu. V dalších letech potom výrazně klesala, dostala se pod hladinu stavebnictví, až do minusových hodnot. To odráží vývoj hospodářského výsledku běžného období Skansky a.s. V posledním sledovaném roce je potom návratnost na investovanou korunu záporná (- 0,982 Kč). Závěrem lze konstatovat, že od roku 2008 efektivita vlastních zdrojů ve společnosti Skanska a.s. klesala, a od roku 2009 potom klesala i efektivita celého odvětví. Na tomto vývoji se výrazně podepsala celosvětová hospodářská krize.

Graf č. 13: Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE) společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



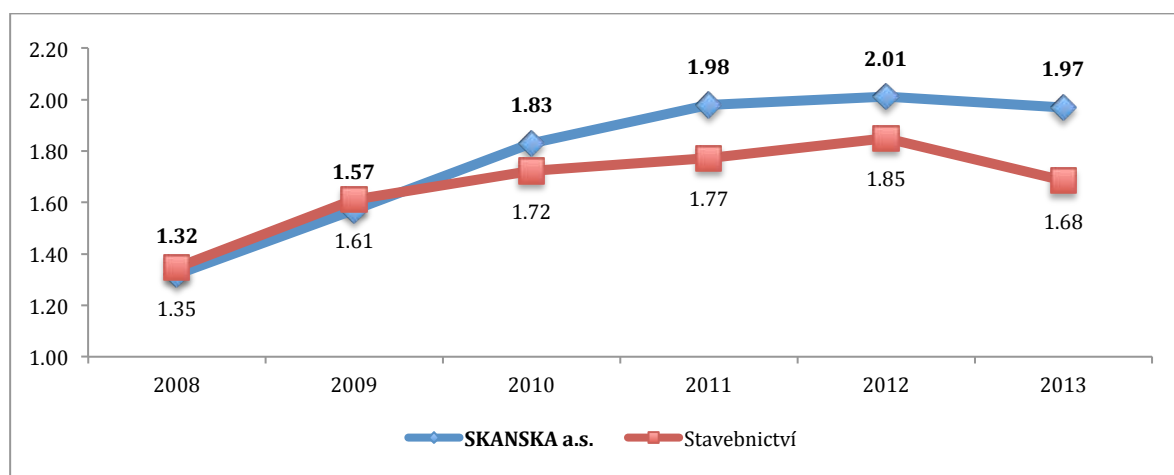
Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Rentabilita celkového investovaného kapitálu vyjadřuje zisk v poměru k dlouhodobým dluhům a vlastnímu kapitálu. Je zde patrný stejný trend i jeho příčina, jako v případě rentability vlastního kapitálu – propad výsledku hospodaření. Klesající množství nových zakázek a poptávka ze strany státu i veřejnosti vedla ke snížení tržeb a vzniku ztráty v roce 2013. V průběhu sledovaných let se společnost propadla z hodnoty 29,35 % na - 9,41 %. Pokles je opět zjevný nejen u společnosti Skanska a.s., ale od roku 2009 i v celém odvětví. Konkrétní propočty rentabilit podniku a odvětví lze nalézt v přílohách č. 4 a č. 5.

4.3.2.2. Likvidita

Likvidita je ukazatel finančního zdraví, který vyjadřuje schopnost podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky. Podnik musí být nejen rentabilní, ale také solventní, tzn. schopný splácet včas své závazky. Likvidita je vyjadřována na třech stupních – běžná, pohotová a okamžitá. Výpočty vztahující se k likviditě jsou součástí přílohy č. 6 a č. 7.

Graf č. 14: Běžná likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

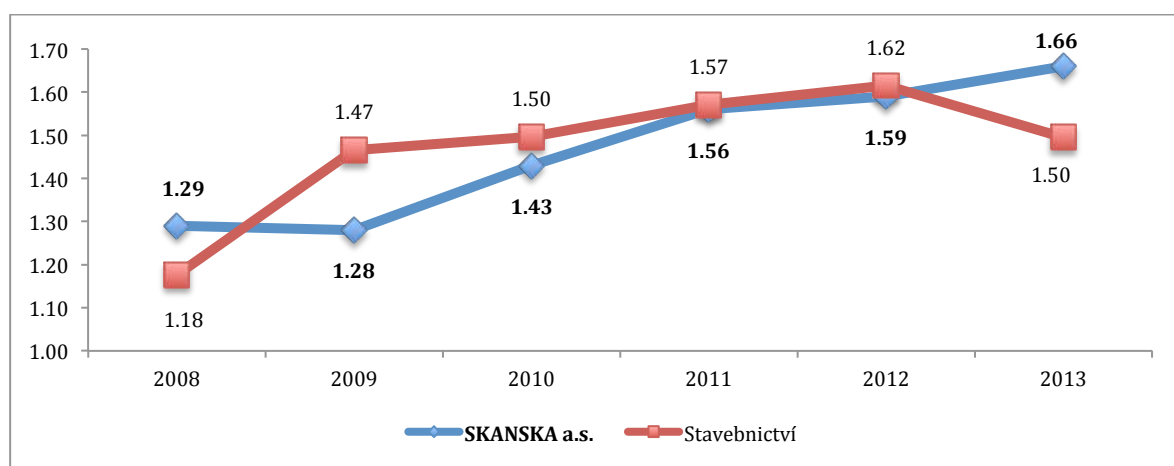


Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Běžná likvidita říká kolikrát jsou oběžná aktiva kryta krátkodobými závazky. Graf č. 14 znázorňuje vývoj tohoto ukazatele ve srovnání s odvětvím. Hodnoty prvních dvou let jsou víceméně identické, a od roku 2010 potom Skanska a.s. předstihla odvětví

a dosahovala lepších hodnot. Znamená to, že má lepší schopnost včas splácet své závazky oproti ostatním konkurenčním firmám, což je velice dobrá image vůči věřitelům. Vyhovující hodnoty mají optimálně přesahovat hodnotu 1,5. To je od roku 2009 splněno, a až na rok 2013 je možné pozorovat rostoucí trend. Z horizontální analýzy, uvedené v příloze č. 2. je patrné, že oběžná aktiva i krátkodobé závazky v průběhu let klesaly. Krátkodobé závazky, které představují jmenovatele tohoto ukazatele, ovšem měly rychlejší tendenci, což výsledné hodnoty zlepšilo. Příčinou tohoto vývoje bylo především snižování počtu zakázek a s nimi spojených provozních záloh přijatých od zákazníků. Důvodem poklesu oběžných aktiv v posledním roce byl významnější prodej zásob spojený s přijetím opatření znemožňující opakované zkreslování účetních výsledků.

Graf č. 15: Pohotová likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

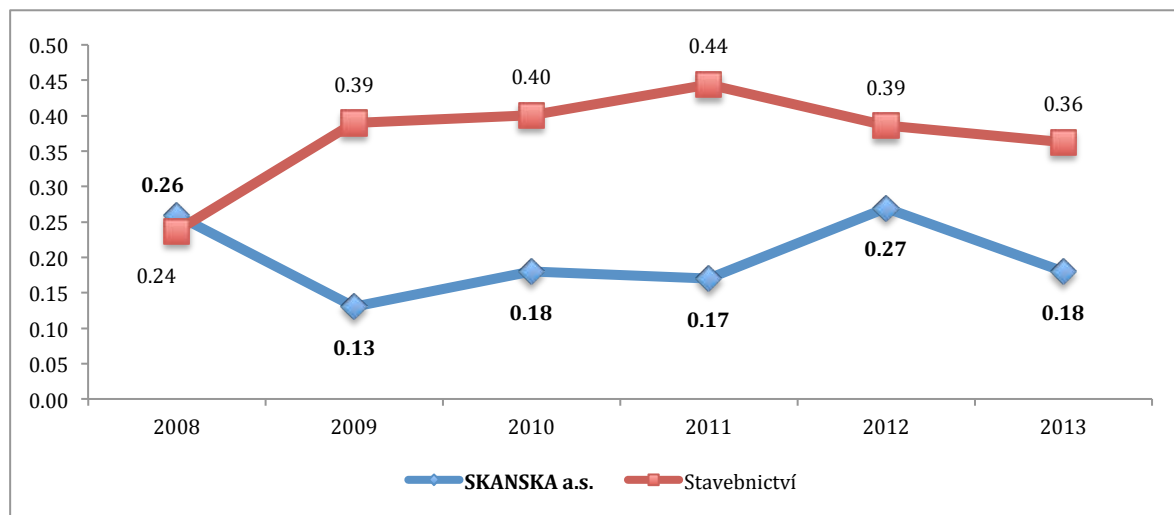


Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Pohotová likvidita představuje běžnou likviditu očištěnou o zásoby, které jsou nejméně likvidní. Doporučená hodnota dle Schoellové (2008) se pohybuje v rozmezí 1 – 1,5. Společnost Skanska a.s. se vykazovanými hodnotami do tohoto intervalu vešla až do roku 2010. Od roku 2011 potom vykazuje výsledky vyšší. Vysoká hodnota říká, že podnik neefektivně využívá vložené prostředky a tím negativně ovlivňuje jejich výnosnost. Důvodem nárůstu v roce 2011 bylo zvýšení dlouhodobých pohledávek o 36 %. Jedná se především o pozastávky uplatňované odběrateli, a to hlavně u projektu dostavby tunelu Blanka, na kterém se společnost Skanska a.s. částečně podílí. Pozastavené peníze tak není možné využít k dalšímu zhodnocení. V roce 2012 to potom byl růst krátkodobého

finančního majetku (peníze na bankovních účtech) o 41,9 %, oproti roku předchozímu. Tyto peníze jsou tak neefektivně užívány vzhledem k možnému úročení např. na spořicímu účtu.

Graf č. 16: Okamžitá likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



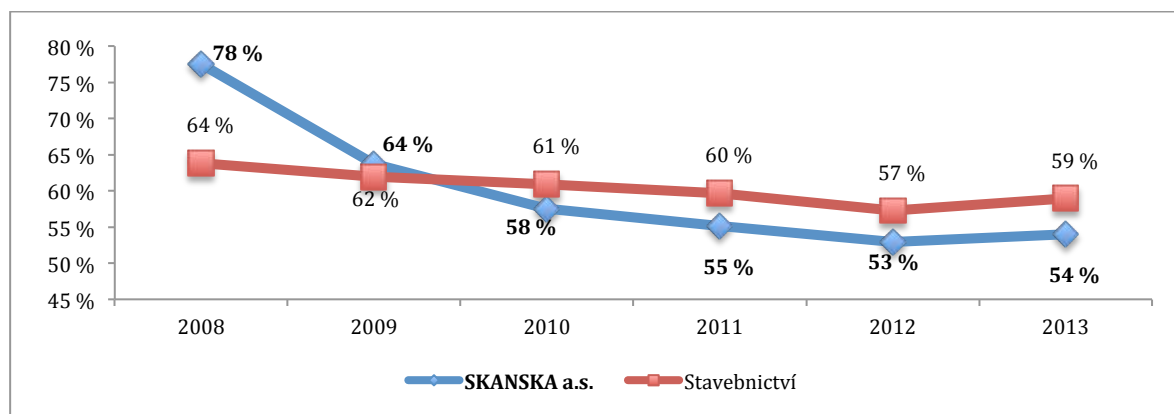
Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Okamžitá likvidita obsahuje jen ty nejlíkvídnější položky jako jsou peníze na účtech či v pokladně a krátkodobé cenné papíry. Schoellová (2008) opět uvádí doporučený interval pro hodnocení výsledků, jehož výše je 0,2 – 0,5. Společnost Skanska a.s. v průběhu časové řady vykazuje hodnoty v rámci žádoucího rozmezí, a kromě roku 2008 a 2012 jsou její hodnoty dokonce lepší oproti průměru odvětví. Zvyšování hodnot, stejně jako u likvidity pohotové, značí neefektivní využívání finančních prostředků. Ovšem vzhledem k tomu, že tento růst stále spadá do požadovaného intervalu, dá se společnost z hlediska okamžité likvidity považovat za efektivní.

4.3.2.3. Zadluženost

Ukazatele zadluženosti slouží k vytvoření obrazu o stupni užívání cizích zdrojů (dluhu), kterými společnost dále financuje svou činnost. Pro hodnocení kapitálové struktury je informace o užívání cizího kapitálu zásadní. V rámci této části analýzy byly využity poměrové ukazatele celkové zadluženosti, koeficientu samofinancování, zadluženosti vlastního kapitálu a úrokového krytí. Detailní výpočty jsou součástí přílohy č. 8 a č. 9.

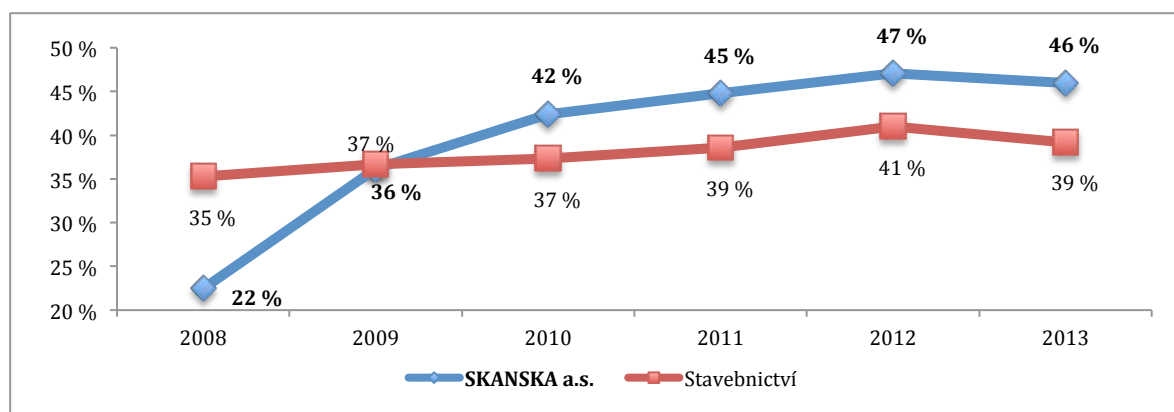
Graf č. 17: Celková zadluženost společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Celková zadluženost je primárním ukazatelem zadluženosti a vyjadřuje, z kolika procent je vlastní kapitál financován kapitálem cizím. V podmínkách vybrané společnosti bylo toto procento zprvu vysoké (78 %), a v dalších letech postupně klesalo. To odráží skutečnost zjištěnou v rámci vertikální analýzy pasiv, a sice, že od roku 2009 došlo k výraznému růstu poměru vlastního kapitálu prostřednictvím výsledků hospodaření minulých let. Optimální hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 30 – 60 %. Díky přijetí rizikového opatření v podobě kumulace zisků, lze od roku 2010 konstatovat celkovou zadluženost podniku za optimální. Pokud ukazatel srovnáme s odvětvím, tak od tohoto roku jsou hodnoty pod úrovní odvětví, tzn., že je Skanska méně zadlužená než konkurence.

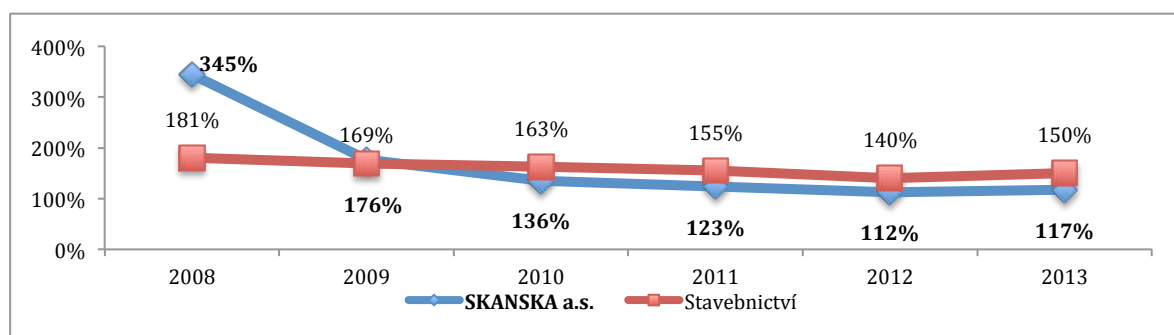
Graf č. 18: Koeficient samofinancování společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Koeficient samofinancování svým výpočtem i interpretací představuje opak ukazatele celkového zadlužení. Dohromady s ním tvoří celkovou kapitálovou strukturu. Tento ukazatel má (až na rozdíl - 1 % v roce 2013) ve sledovaných podmínkách rostoucí tendenci. Odvětví potom vykazuje více méně stagnující hodnoty, což není z hlediska zadluženosti optimální. Růst je totiž žádoucí, protože společně s ním dochází i k upevňování finanční stability podniku a jeho finanční samostatnosti.

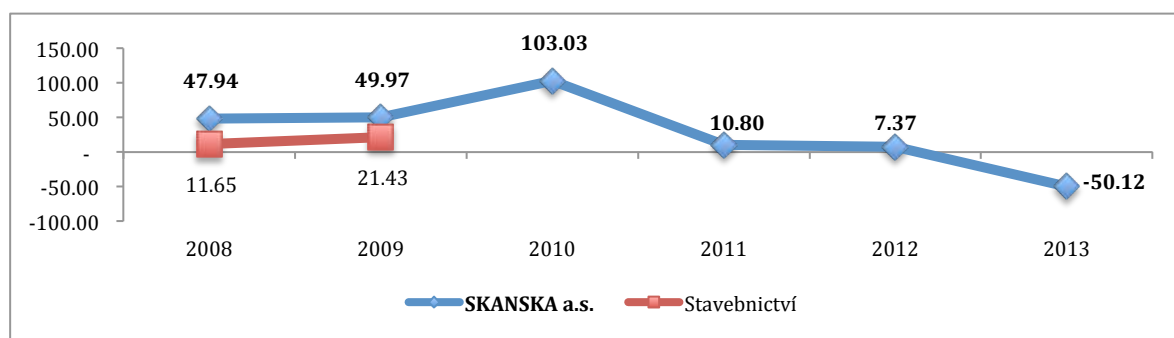
Graf č. 19: Zadlužení vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Ukazatel **zadlužení vlastního kapitálu** udává kolikrát cizí kapitál převyšuje hodnotu kapitálu vlastního. Výsledky společnosti Skanska a.s. mají žádoucí klesající tendenci, což opět potvrzuje fakt klesajícího poměru cizího kapitálu. Dle Dluhošové (2006) by se měla optimální zadluženost vlastního kapitálu pohybovat mezi 80 – 120 %. To je od roku 2012 dodrženo, a vede to k finanční nezávislosti podniku. V roce 2013 pak cizí kapitál pokrývá vlastní pouze 1,17krát.

Graf č. 20: Úrokové krytí společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Ukazatel úrokového krytí informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk nákladové úroky. Společnost sice od roku 2009 neměla žádné bankovní úvěry, které by zvyšovaly položku nákladových úroků, ale docházelo ke snižování výsledku hospodaření. To je příčina klesání ukazatele do nepříznivých hodnot, která vede k finanční nestabilitě podniku. Prudký výkyv ukazatele v roce 2010 byl způsoben poklesem nákladových úroků (- 24 %), a současným propadem zisku před zdaněním (- 50%). Porovnání s odvětvím v rámci celé časové řady není možné z důvodu nedostatečných informací, proto od něj bylo u tohoto ukazatele upuštěno. Pro informaci jsou zde uvedené roky 2008 a 2009, které byly dostupné.

Vzhledem k tomu, že všechny ostatní ukazatele zadluženosti vykazují dobré hodnoty, lze i tak zadluženost ve společnosti Skanska a.s. shledat jako adekvátní. Podnik v posledních čtyřech letech dobře využívá své prostředky a udržuje žádoucí poměr vlastního a cizího kapitálu.

4.3.3. Finanční páka

Finanční páka obecně znázorňuje efekt, kterým se zvedá výnosnost vlastního kapitálu při použití kapitálu cizího. Tento efekt má úzkou vazbu s rentabilitou vlastního kapitálu ROE (EBIT/VK). Pokud se zvyšuje zisk po zdanění (EBIT), tak roste i ukazatel ROE, a efekt finanční páky má vyšší účinnost. Ovšem s rostoucím množstvím vlastního kapitálu, který byl využit pro jeho tvorbu, tento ukazatel (včetně efektu z něj plynoucího) naopak klesá. Náklady na vlastní kapitál tak rostou pouze do chvíle, kdy je vlastní kapitál levnější než cizí, potom dochází k opačnému efektu. Z předchozího víme, že ukazatel ROE v čase klesá, a proto klesá i účinnost působení finanční páky. Podmínkou fungování finanční páky je však dosažení takové výnosnosti celkového kapitálu, aby jeho úroveň převyšovala úroky placené za cizí kapitál. Její dodržení je zkoumáno prostřednictvím následujících výpočtů.

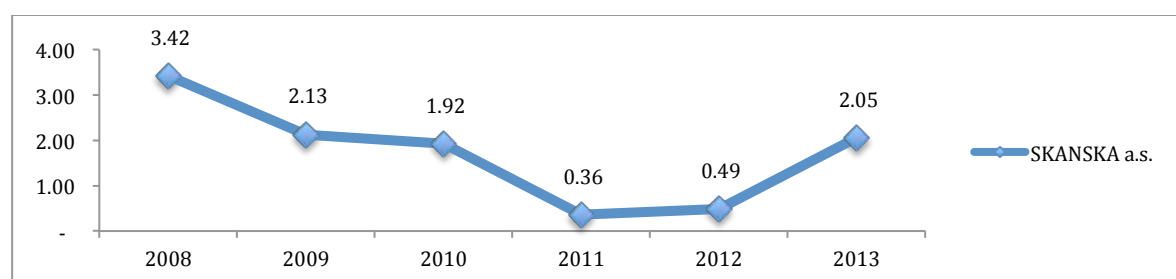
Tabulka č. 7: Ukazatel a index finanční páky společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/A	8,38 %	7,82 %	4,46 %	0,49 %	0,21 %	- 4,78 %
Úroková míra dluhu	0,91 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
INDEX FINANČNÍ PÁKY	3,42	2,13	1,92	0,36	0,49	2,05

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Během samotného hodnocení **ukazatele finanční páky** porovnáváme ukazatele rentability aktiv (EBIT / aktiva) s úrokovou mírou dluhu. Podmínkou pozitivního fungování finanční páky je vyšší rentabilita než placená úroková míra. Tato podmínka je až do roku 2012 splněna. Vlivem záporného hospodářského výsledku potom v roce 2013 dochází k převýšení rentability úrokovou mírou. Finanční páka tak působí negativně, a výnosnost vlastního kapitálu klesá.

Graf č. 21: Index finanční páky společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013



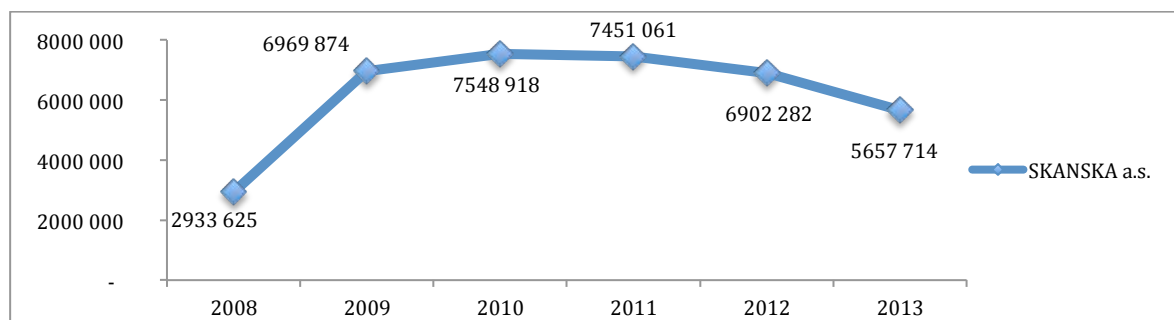
Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Samotný **index finanční páky** poměřuje rentabilitu vlastního a celkového kapitálu. Pokud by podnik vůbec nepoužíval cizí kapitál, tak by se rovnal 1. Optimální hodnoty tohoto indexu jsou ≥ 1 , protože v tom případě vlastní kapitál vynáší víc, než kolik stojí. Společnost Skanska a.s. je nad žádoucí hladinou v letech 2008 – 2010 a 2013. Dle interních informací společnosti výsledek hospodaření v roce 2014 představoval zisk ve výši 142 mil. (před zdaněním). Je tedy možné, aby společnost zvyšovala svou zadluženost bez jakýchkoliv zásadních rizik. Ukazatel je obecně vhodné sledovat při uvažování o zadlužení podniku.

4.3.4. Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je rozdílovým ukazatelem, který vyjadřuje úroveň platební schopnosti podniku, neboli jeho likvidity. Je dán rozdílem mezi oběžným majetkem a krátkodobými závazky. Výsledek lze interpretovat jako množství volných prostředků podniku, které zbydou po úhradě krátkodobých závazků. Podklady pro výpočet jsou obsahem přílohy č. 10.

Graf č. 22: Čistý pracovní kapitál společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Pro zajištění likvidity společnosti je tedy zásadní přebytek krátkodobých aktiv nad krátkodobými závazky. V průběhu sledovaného období tedy společnost neměla žádný nekrytý dluh a vždy disponovala určitými volnými prostředky. To opět potvrzuje tvorbu finančního polštáře pro zmírnění případných rizik. Hodnota v roce 2009 výrazně vzrostla díky poklesu poměru cizího kapitálu na financování podniku. Je ovšem potřeba dbát na to, aby hodnota nerostla do příliš vysokých hodnot. Dochází potom k zadržování kapitálu a vzniku dalších nákladů (úroky). Klesající tendence (od roku 2010) tedy nepředstavuje nežádoucí trend. Je ovšem důležité vývoj tohoto ukazatele sledovat i v dalších letech. Pokud by příliš klesal, znamenalo by to pro podnik neschopnost dostát svých obchodních a finančních závazků.

4.4. Analýza kapitálové struktury

4.4.1. Bilanční pravidla

Bilanční pravidla sledují vzájemný vztah vybraných položek aktiv a pasiv a poskytují doporučení pro udržování stability podniku. Jsou jednoduchým a rychlým ověřením toho, jak si podnik stojí v základních charakteristikách.

Tabulka č. 8: Platnost zlatého bilančního pravidla ve společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý kapitál (v tis. Kč)	3 797 840	10 352 309	11 033 488	11 639 682	11 348 276	10 876 931
Dlouhodobý majetek (v tis. Kč)	1 781 624	4 751 860	4 176 077	4 218 000	4 329 719	3 799 862
<i>Poměr dlouh. kapitálu a majetku</i>	<i>213,17%</i>	<i>217,86%</i>	<i>264,21%</i>	<i>275,95%</i>	<i>262,10%</i>	<i>286,25%</i>

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Zlaté bilanční pravidlo říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobým kapitálem. V praxi je dodržování tohoto pravidla výjimečné, a dodržují ho spíše prosperující podniky. Pokud srovnáme dlouhodobý kapitál s dlouhodobým majetkem společnosti Skanska a.s., tak je zlaté bilanční pravidlo dodrženo v průběhu celého sledovaného období, a dlouhodobý kapitál převyšuje dlouhodobý majetek. Pokud se však zaměříme na poměr těchto hodnot, tak je velice vysoký. Znamená to, že podnik je překapitalizován díky jeho opatrnosti a tvorbě finančních zásob. Využívá tedy dlouhodobé zdroje i ke krytí oběžných aktiv, což není efektivní, a podnik by měl od tohoto způsobu financování ustoupit. Hodnota dlouhodobého kapitálu (viz. tabulka č. 8) je tvořena základním kapitálem, zákonným rezervním fondem, nerozdělenými zisky minulých let, finančním leasingem, rezervami, dlouhodobými závazky a dlouhodobými bankovními úvěry.

Tabulka č. 9: Platnost zlatého pari pravidla ve společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobá aktiva (v tis. Kč)	1 781 624	4 751 860	4 176 077	4 218 000	4 329 719	3 799 862
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Zlaté pari pravidlo sleduje vztah vlastního kapitálu s dlouhodobými aktivy, a doporučuje, aby byl dlouhodobý majetek financován z vlastních zdrojů. Platnost tohoto pravidla je také dodržena, jelikož je vlastní kapitál v letech 2008 – 2013 vyšší než dlouhodobá aktiva. Společnost Skanska a.s. nevyužívá bankovní úvěry, což u mnoha firem představuje důvod porušování tohoto pravidla.

Tabulka č. 10: Platnost pravidla vyrovnání rizika ve společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní zdroje (v tis. Kč)	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Cizí zdroje (v tis. Kč)	10 754 257	15 395 222	12 087 076	10 689 566	9 579 843	8 291 426

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Posledním zkoumaným pravidlem je **pravidlo vyrovnání rizika**. Podle něj by vlastní kapitál měl být vyšší než cizí. Je patrné, že i přes zvyšující se úroveň vlastních zdrojů v letech 2009 až 2012, nedochází k překonání hranice cizího kapitálu. V praxi je obtížné dodržet zároveň platnost zlatého bilančního pravidla i pravidla vyrovnání rizika.

4.4.2. Náklady na kapitál

Náklady kapitálu představují zásadní analýzu při posuzování kapitálové struktury společnosti. Jsou důležité nejen při uvažování o optimální kapitálové struktuře, ale také při přijímání finančních rozhodnutí, oceňování majetku nebo podniku jako celku. V rámci této kapitoly bude věnována pozornost nákladům na cizí kapitál, nákladům na kapitál vlastní a průměrným nákladům kapitálu. Během analýzy finančního zdraví nebyly zjištěny žádné zásadní potíže společnosti Skanska a.s., a proto o nákladech úpadku není uvažováno.

4.4.2.1. Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu se obecně vyjadřují jako nákladový úrok, který je společnost povinna platit svým věřitelům.

Tabulka č. 11: Náklady na cizí kapitál společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky (v tis. Kč)	24 253	37 773	9 088	8 814	5 257	14 652
Bankovní úvěry (v tis. Kč)	220	-	-	-	-	-
<i>Náklady na cizí kapitál r_d</i>	0,91%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

V tabulce č. 11 je patrný vývoj **nákladů na cizí kapitál r_d** za jednotlivé roky sledovaného období. Konkrétní výše úroku z úvěru bohužel nebyla autorce dostupná, a proto byl zvolen výpočet poměrem bankovních úvěrů a nákladových úroků.

Skanska a.s. v roce 2008 čerpala kontokorentní úvěr, jehož účel bohužel nebyl v okamžiku provádění analýzy znám. Díky nízké hodnotě tohoto úvěru tvořily náklady na cizí kapitál pouze 0,91 %. V dalších letech již žádné bankovní úvěry využívány nebyly, a proto jsou hodnoty cizího kapitálu nulové. Z nulových výsledků by se tak mohlo zdát, že společnost nevyužívá žádné cizí zdroje, což ovšem není pravda. Z vertikální analýzy pasiv je zřejmé, že cizí kapitál má dokonce vyšší poměr než kapitál vlastní. Nulové náklady na cizí kapitál pak představují náklady na zpoplatněný cizí kapitál (úplatné cizí zdroje), které jsou v případě Skanska a.s. od roku 2009 nulové. Cizí kapitál je tak zastoupen především rezervami a dlouhodobými závazky, které jsou tvořeny závazky z obchodních vztahů. Dlouhodobý cizí kapitál však v cizích zdrojích společnosti nemá primární úlohu. Jsou to především krátkodobé závazky z obchodních vztahů (zálohy od zákazníků), které podnik vyjdou levněji, a proto je také upřednostňuje.

4.4.2.2. Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál opět představují výdaj, tentokrát však spojený s užíváním vlastního kapitálu. Výpočet byl nejprve proveden pomocí metodiky Ministerstva průmyslu obchodu (MPO), a tyto výsledky byly dále srovnány s hodnotami vypočtenými pomocí benchmarkingového systému INFA.

- **Výpočet dle Stavebnicového modelu**

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byl zvolen tzv. Stavebnicový model, zmiňovaný již v rámci teoretické části. Jako základ tohoto modelu je brána bezriziková sazba cenných papírů, která se dále zvyšuje o jednotlivé rizikové přírážky (za velikost podniku, podnikatelské riziko, finanční stabilitu a finanční strukturu), jejichž stanovení vychází z metodiky MPO.

Tabulka č. 12: Bezriziková sazba cenných papírů v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková sazba CP r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%	2,26%

Zdroj: Vlastní zpracování dle finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Bezriziková přírážka r_f je stanovena jako výnos desetiletých státních dluhopisů, jejichž průměrné hodnoty za jednotlivá odvětví jsou každoročně vydávány Ministerstvem průmyslu a obchodu. Tyto cenné papíry jsou charakteristické nízkou mírou rizika a výnosnosti. Věřitelé si je, spíše než ze spekulativního důvodu, pořizují za účelem dlouhodobého držení. Jejich výnosnost lze tedy považovat za základní složku výpočtu nákladů na vlastní kapitál. Někdy bývá též nazývána časovou premií.

Podnikání a nakládání s kapitálem však vždy podléhá určitému stupni rizika. Proto se k bezrizikové přírážce připočítává i **riziková premie r_p** . Dle metodiky MPO se její výpočet skládá z rizikové přírážky za finanční strukturu ($r_{FINSTRU}$), finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$), za podnikatelské riziko (r_{POD}) a velikost podniku (r_{LA}).

Tabulka č. 13: Stanovení rizikové přírážky za velikost podniku v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Bankovní úvěry (v tis. Kč)	220	0	0	0	0	0
Dluhopisy (v tis. Kč)	0	0	0	0	0	0
Úplné zdroje podniku (v tis. Kč)	3 119 120	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a metodiky MPO

Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA} je hodnocena na základě úplných zdrojů podniku (dále jen UZ), které se skládají z vlastního kapitálu, bankovního úvěru a dluhopisů. Pokud jsou $UZ \leq 100$ mil. Kč, tak je stanovena $r_{LA} = 5\%$. Když je $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak je $r_{LA} = 0\%$. Když je 100 mil. Kč $< UZ < 3$ mld. Kč, tak se pro výpočet r_{LA} používá vzorec dle metodiky MPO:

$$r_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}$$

V podmínkách společnosti Skanska a.s. byly vždy úplné zdroje podniku vyšší než 3 mld. Kč a proto byla stanovena 0% riziková přírážka za velikost podniku ve všech sledovaných letech.

Tabulka č. 14: Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/Aktiva	8,38%	7,82%	4,46%	0,49%	0,21%	- 4,78%
Úplné zdroje / Aktiva	22,48%	36,20%	42,41%	44,78%	47,07%	45,97%
Úroková míra	0,91%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
X1	0,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{POD}	2,18%	2,21%	2,61%	2,36%	3,18%	10,00%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s., metodiky MPO a finančních analýz pro podnikovou sféru MPO

Přírážka za podnikatelské riziko r_{POD} vychází z ukazatelů charakterizujících produkční sílu podniku, a je hodnocena v souvislosti s předmětem jeho činnosti. Výnosnost aktiv by měla být alespoň taková, aby odpovídala alternativnímu nákladu na kapitál v podniku. (Aulová, 2012) Stanovení přírážky r_{POD} vychází z podmínky (metodika MPO):

- $\frac{EBIT}{Aktiva} \geq \frac{UZ}{A} \times \text{úroková míra}$,
 položíme $X1 = \frac{UZ}{A} \times \text{úroková míra}$.

Výpočet se potom stanovuje na základě následujících předpokladů dle metodiky MPO:

- pokud je $\frac{EBIT}{Aktiva} > X1$, tak je r_{POD} dána minimální hodnotou v odvětví,
- pokud je $\frac{EBIT}{Aktiva} < 0$, tak je $r_{POD} = 10\%$,
- a pokud je $0 < \frac{EBIT}{Aktiva} < X1$, tak je r_{POD} vypočítána dle vzorce $\frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X1^2} \times 0,1$.

Hodnocený podnik v tomto ohledu získal nejvyšší 10% přírážku v roce 2013, kdy díky vzniklé ztrátě byl poměr $EBIT/A < 0$. V ostatních letech potom byla brána minimální hodnota v odvětví stavebnictví, kterou vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu v rámci svých finančních analýz pro podnikové sféry.

Tabulka č. 15: Stanovení rizikové přírážky za finanční stabilitu v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita L3	1,32	1,57	1,83	1,98	2,01	1,97
XL1	0,24	0,39	0,40	0,44	0,39	0,36
XL2	1,18	1,47	1,50	1,57	1,62	1,50
Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{FINSTAB}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s., metodiky MPO a finančních analýz pro podnikové sféry MPO

Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{FINSTAB}$ dle metodiky MPO charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv, a je vázána na běžnou likviditu. Hodnocení se zakládá na těchto skutečnostech:

- když $L3 \leq XL1$ pak je $r_{FINSTAB} = 10\%$,
- když $L3 \geq XL2$ pak je $r_{FINSTAB} = 0\%$,
- a když $XL1 < L3 < XL2$ pak je $r_{FINSTAB} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \times 0,1$.

L3 v tomto případě představuje oběžnou likviditu společnosti Skanska a.s. XL1 a XL2 jsou potom hodnoty okamžité a pohotové likvidity za odvětví stavebnictví, převzaté z finančních analýz pro podnikové sféry vydávaných MPO. Z předchozích podmínek tedy vyplývá, že s rizikovou přírážkou za finanční stabilitu nebude počítáno, jelikož v rámci celé časové řady platí, že $L3 \geq XL2$.

Tabulka č. 16: Stanovení rizikové přírážky za finanční strukturu v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/Nákladové úroky	47,94	49,97	103,03	10,80	7,37	- 50,12
Riziková přírážka za finanční strukturu $r_{FINSTRU}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,00%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a metodiky MPO

Poslední ze sledovaných přírážek je **přírážka za finanční strukturu $r_{FINSTRU}$** . Výpočet byl proveden dle doporučení Kislingerové (2001) a vychází z ukazatele úrokového krytí:

$$\frac{EBIT}{\dot{U}}$$

Dle převzatých hodnocení od autorky Kislingerové platí následující:

- když je $EBIT / \dot{U} > 3$, tak je $r_{FINSTRU} = 0 \%$,
- když je $EBIT / \dot{U} < 1$, tak je $r_{FINSTRU} = 10 \%$,
- v ostatních případech lze použít vzorec $r_{FINSTRU} = \frac{\left(3 - \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} \right)^2}{40}$.

Z tabulky č. 16 je patrné, že společnost Skanska a.s. získala přírážku za finanční strukturu ve výši 10 % pouze v roce 2013. V ostatních letech splňovala podmínku $EBIT/\dot{U} > 3$.

Tabulka č. 17: Výpočet nákladů vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková sazba CP r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%	2,26%
Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{POD}	2,18%	2,21%	2,61%	2,36%	3,18%	10,00%
Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{FINSTAB}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za finanční strukturu $r_{FINSTRU}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,00%
Náklady na vlastní kapitál r_e	6,73%	6,88%	6,32%	5,87%	5,49%	22,26%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a metodiky MPO

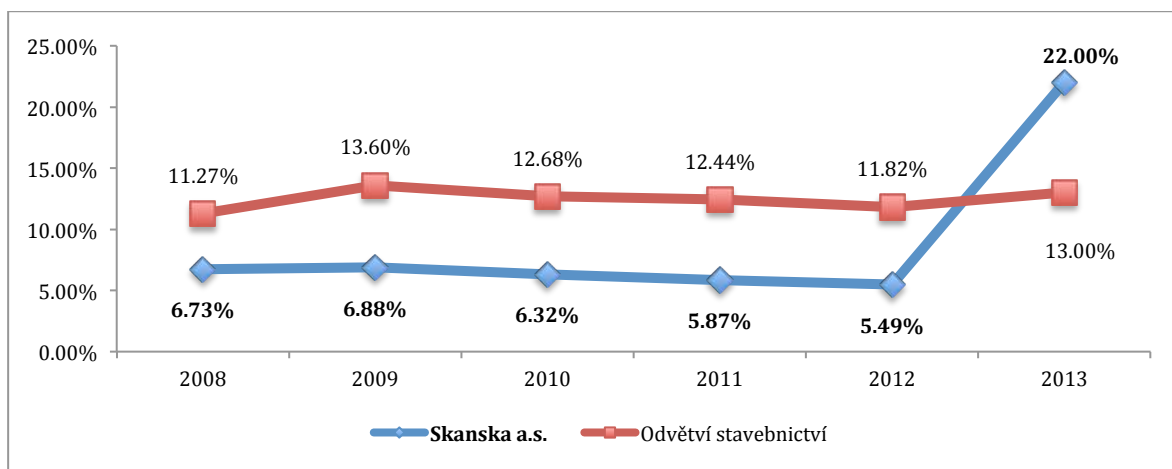
Samotné **náklady na vlastní kapitál** jsou stanoveny pomocí vzorce, který dříve vypočtené rizikové přírázky formuluje do konečného výsledku:

$$r_e = r_f + \varepsilon r_p$$

kde:

- r_e - náklady na vlastní kapitál,
- r_f - bezriziková sazba desetiletých dluhopisů,
- εr_p - součet bezrizikových přírážek.

Graf č. 23: Náklady na vlastní kapitál v letech 2008 - 2013 dle Stavebnicového modelu v porovnání s odvětvím



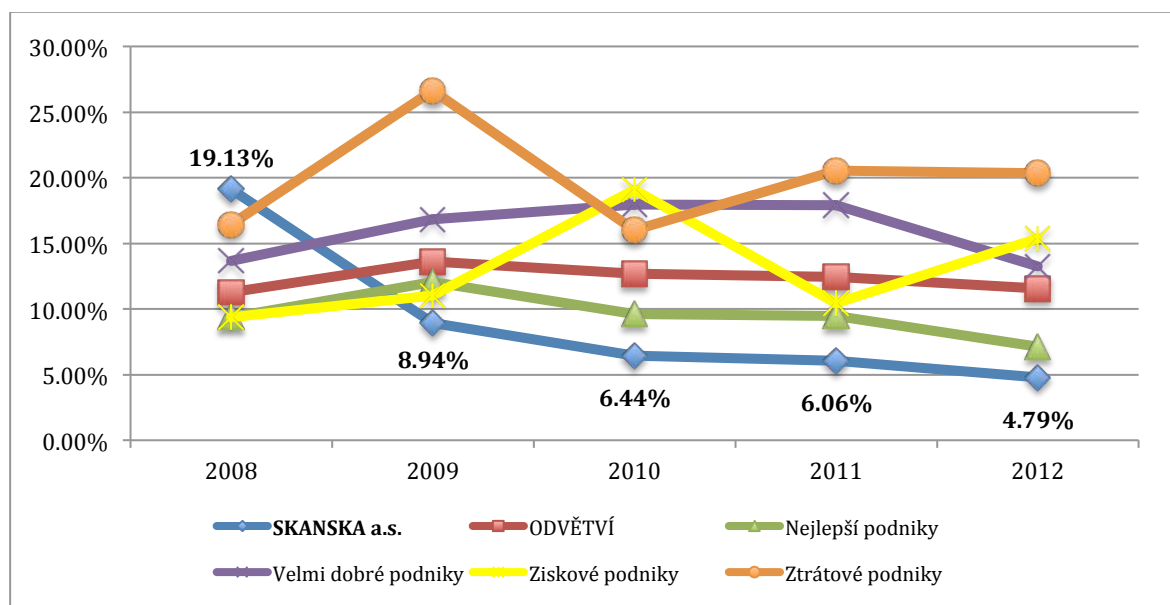
Zdroj: Zpracování dle vlastních výpočtů a finančních analýz pro podnikové sféry MPO

Náklady vlastního kapitálu závisí na riziku za podnikatelskou činnost podniku. Poroste-li riziko, tak porostou nejen tyto náklady, ale i požadovaná výnosnost vlastního kapitálu. Pokud se podíváme na vývoj ve společnosti Skanska a.s. (viz. graf č. 23), tak lze pozorovat klesající hodnoty až do roku 2012. Společnost v těchto letech nebyla ohodnocena významnějšími rizikovými přírážkami, a náklady tak s hodnotami 5,5 – 6,9 %, představují velmi dobré výsledky, ve srovnání s průměrem odvětví (dle finančních analýz MPO, viz. příloha č. 12). V roce 2013 však přišel nepříznivý zlom, který náklady na vlastní kapitál zvýšil na 22% úroveň. Růst byl způsoben 10% rizikovou přírážkou za finanční strukturu, která byla udělena díky podmínce $EBIT / Ú < 1$. Tento vztah zapříčinila vykázaná ztráta, a hodnoty tak významně stouply až nad úroveň odvětví. Společnost by se měla obecně snažit o snižování nákladů vlastního kapitálu, protože v případě nepříznivého vývoje na trhu by se mohla dostat do značných potíží. Vzhledem k tomu, že v roce 2014 společnost Skanska a.s. vykázala zisk, tak lze očekávat návrat hodnot tohoto ukazatele na požadovanou úroveň.

- **Výpočet provedený s využitím benchmarkingového systému INFA, MPO**

Vzhledem k tomu, že při určování nákladů vlastního kapitálu pomocí expertních přístupů často vznikají značné rozdíly, je vhodné použít kombinaci několika způsobů. Za tímto účelem byl použit benchmarkingový systém INFA, který je spravován Ministerstvem průmyslu a obchodu. K okamžiku sestavování však byla dostupná data pouze pro období 2008 – 2012. Nelze tedy srovnat výsledky s rokem 2013, který dle předchozích propočtů vykazoval značný výkyv.

Graf č.24: Náklady na vlastní kapitál dle systému INFA, MPO



Zdroj: Vlastní zpracování dle výpočtů provedených benchmarkingovým systémem INFA, MPO

Benchmarkingový systém dokáže zohlednit přírážky pro přesně stanovený podnik, a porovnat ho s nejlepšími a nejhoršími podniky v odvětví. Společnost Skanska a.s. v roce 2008 dosahuje vysokých hodnot, které překonaly i ztrátové společnosti. Důvodem je vysoký podíl cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku, což zapříčinilo růst rizikových přírážek. Tato hodnota se výrazně liší od té, která byla získána pomocí Stavebnicového modelu. V dalších letech, kdy se struktura kapitálu měnila ve prospěch kapitálu vlastního, hodnoty klesly až pod úroveň nejlepších podniků, a Skanska a.s. vykazovala velice dobrou úroveň nákladů na vlastní kapitál. Klesající trend od roku 2009 tak koreluje s vývojem získaným pomocí Stavebnicového modelu. Podkladovou tabulku lze nalézt v příloze č. 11.

4.4.2.3. Průměrné náklady kapitálu

Před propočtem průměrných nákladů kapitálu je vhodné nejprve přiblížit efekt úrokového daňového štítu ve společnosti Skanska a.s.

Tabulka č. 18: Úrokový daňový štít společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky (v tis. Kč)	24 253	37 773	9 088	8 814	5 257	14 652
Sazba daně (v %)	21%	20%	19%	19%	19%	19%
Úrokový daňový štít (v tis. Kč)	5 093	7 555	1 727	1 675	999	2 784

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Úrokový daňový štít představuje efekt ovlivňující náklady cizího kapitálu, a motivuje firmy k využívání cizích zdrojů financování. Jedná se o úsporu, která vzniká díky odpočitatelnosti úroku ze základu daně z příjmů. Jeho platnost je však svázána s výsledkem hospodaření. Pokud neexistuje základ, který by bylo možné snižovat (zisk), tak efekt nepůsobí. V tabulce č. 18 je patrný pokles hodnot, i přes to však do roku 2012 (kdy je společnost stále ještě v zisku) daňový štít působí. Od roku 2013 jsou již vykazované hodnoty společnosti ve ztrátě, a proto nelze provést odpočet ve výši 2 784 Kč.

Jak již bylo uvedeno dříve, společnosti nevyužívají pouze vlastní nebo cizí kapitál, ale jejich kombinaci. Jejich cenu lze vyjádřit pomocí **průměrných nákladů kapitálu**.

Tabulka č. 19: Výpočet průměrných nákladů kapitálu společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013

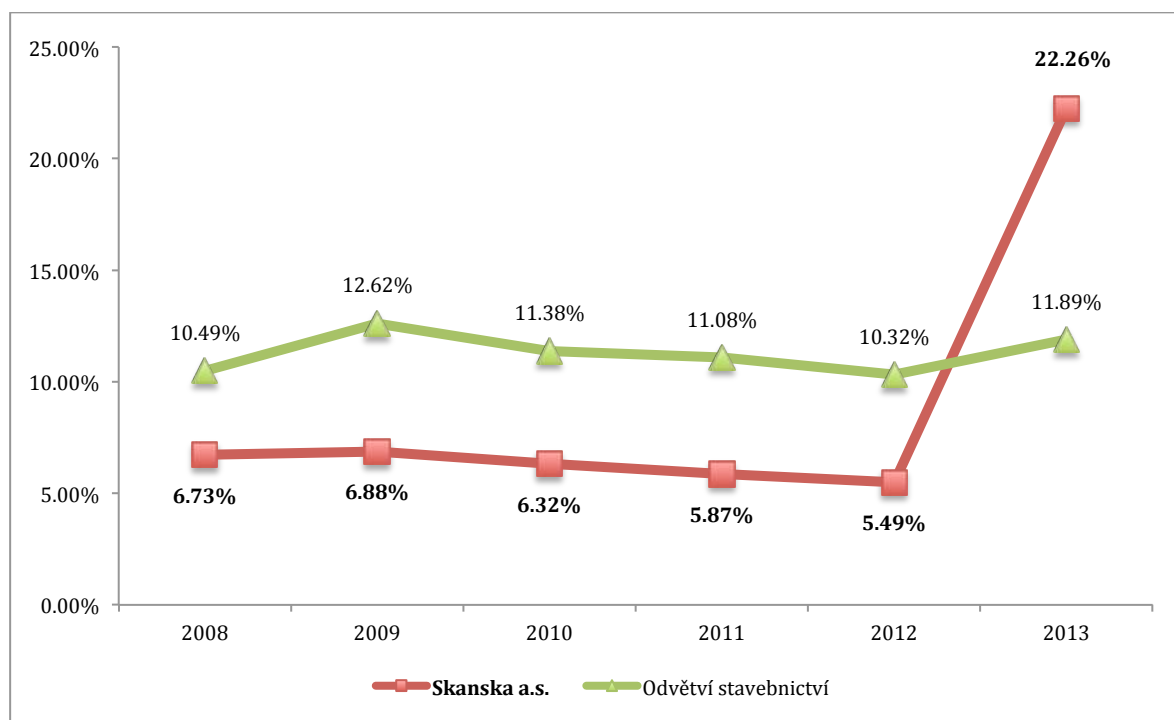
SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Náklady na cizí kapitál r_d	0,91%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na vlastní kapitál r_e	6,73%	6,88%	6,32%	5,87%	5,49%	22,26%
Sazba daně z příjmu t	21%	20%	19%	19%	19%	19%
Úročený cizí kapitál D (v tis. Kč)	220	-	-	-	-	-
Vlastní kapitál E (v tis. Kč)	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Celkový zpoplatněný kapitál C (v tis. Kč)	3 119 120	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Průměrné náklady kapitálu WACC	6,73%	6,88%	6,32%	5,87%	5,49%	22,26%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Pro stanovení průměrných nákladů kapitálu byl zvolen výpočet vycházející z teoretické části této práce:

$$WACC = r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C}$$

Graf č. 25: Vývoj WACC společnosti Skanska a.s. v porovnání s odvětvím v letech 2008 - 2013



Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikové sféry MPO

V grafu č. 25 lze pozorovat vývoj **průměrných nákladů na vlastní kapitál WACC** společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím. Výsledky časové řady 2009 – 2013 kopírují vývoj nákladů na vlastní kapitál r_e . V těchto letech totiž nebyl využíván žádný zpoplatněný cizí kapitál, a do vzorce tak vstoupily jen hodnoty týkající se r_e . Rozdíl oproti r_e tak nastal pouze v roce 2008, jelikož společnost Skanska a.s. čerpala krátkodobý kontokorentní úvěr ve výši 220 tis. Kč. Pokud hodnoty rozebereme na více desetinných čísel (r_e 2008 = 6,73000 %, WACC 2008 = 6,72957 %), tak je zde patrný rozdíl (0,00043 %), který je způsoben započítáním nákladů cizího kapitálu. Ve srovnání s odvětvím jsou až na rok 2013 hodnoty výrazně pod jeho úrovní, což značí efektivní využívání kapitálu. V roce 2013 toto opět díky ztrátě neplatí.

4.5. Optimalizace kapitálové struktury

Firmy se při uvažování o kapitálové struktuře snaží najít tu optimální, která může významně dopomoci k naplňování jejich základního cíle – maximalizaci bohatství. Na tuto problematiku existuje mnoho názorů a teorií, které již byly popsány v teoretické části. Obecně se však podniky snaží o snižování průměrných nákladů kapitálu. Optimální kapitálovou strukturu lze dle Nývltové a Mariniče (2010) definovat jako takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Jedná se o klasickou teorii, která využívá k optimalizaci tzv. "U" křivku, jejíž konstrukce je mimo jiné obsahem následující části.

4.5.1. Zhodnocení podmíněných teorií optimalizace kapitálové struktury

Kapitola č. 3.3.2. obsahovala podrobný popis jednotlivých teorií optimální kapitálové struktury, přičemž každá z nich na tuto problematiku nahlížela jinak. V rámci této práce je o optimální kapitálové struktuře primárně uvažováno jako o "U" křivce, ale je zajímavé se ve zkratce podívat na to, jak by vypadala optimální kapitálová struktura dle ostatních teorií.

- **Model M-M**

Tento model pochází již z 50. let 20. století. V těchto letech bylo o trhu uvažováno jinak, než jak se na něj nahlíží dnes. Principy a vztahy v současnosti fungují jinak, a proto není možné o tomto modelu v dnešních podmínkách uvažovat.

- **Klasická teorie**

Klasická teorie chápe optimální strukturu jako tu, při níž složení dlouhodobého kapitálu podniku přináší minimální WACC. Jak již bylo uvedeno, tak tato teorie bude (včetně výpočtů a grafického zobrazení) blíže rozebrána v následující kapitole.

- **Metoda hierarchického pořádku**

Tato metoda se snaží determinovat chování firem v oblasti kapitálové struktury, spíše než hledat její optimální skladbu. Dle této metody by měl podnik k financování využívat zdroje v následujícím pořadí: emise akcií, emise dluhopisů, dlouhodobý bankovní úvěr a interní zdroje. V průběhu analyzovaných let (2008 – 2013) docházelo ke změně

kapitálové struktury ve prospěch vlastního kapitálu. Analýzy potvrdily, že společnost k financování své činnosti využívá primárně tyto zdroje v podobě zadrženého zisku. To představuje základní bod, kterým není dodržena požadovaná hierarchie této metody.

- **Kompromisní teorie**

Tato teorie hledá kompromis mezi úrokovým štítem, daňovým štítem a náklady finanční tísně. Optimální kapitálové struktury je dosaženo pokud daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně. V rámci podniku Skanska a.s. nelze provést výpočet nákladů finanční tísně, jelikož většina ukazatelů vykazuje velmi dobré výsledky. Společnost se tak ke stavu finanční tísně ani nepřibližuje. Z tohoto důvodu není možné s pomocí kompromisní teorie stanovit optimální kapitálovou strukturu.

- **Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse**

Poslední teorie, které bude věnována pozornost, je teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse. K hodnocení optimální kapitálové struktury využívá čtyři dimenze:

- **Daně** – Pokud je podnik dostatečně ziskový, tak může využívat úrokového štítu. Společnost Skanska a.s. využívala tento efekt až do roku 2012 (viz. tabulka č. 18). V roce 2013 byl potom výsledek hospodaření záporný, a nebylo tedy možné si snížit základ pro výpočet daně z příjmů. V roce 2014 je činnost společnosti opět zisková, proto se dá očekávat, že tento efekt bude znovu obnoven.

- **Riziko** – V současné době je vlivem celosvětové hospodářské krize v rámci stavebního trhu velmi vysoká úroveň rizika. Finančně nestabilní společnosti krachují, a dá se očekávat, že některé do konce krize ještě krachovat budou. Hlavním problémem je nedostatek zakázek, kterými by firmy mohly dosahovat požadované úrovně zisku. Společnost se z tohoto důvodu na riziko připravovala již od roku 2009, kdy začala tvořit finanční polštář kumulováním zadržených zisků. Díky projektu "Nová Skanska" začala také přijímat menší a střední zakázky, které pro ni otevírají zcela nový trh. Pokud v tomto stavu setrvá, lze předpokládat, že se riziku úspěšně vyhne.

- **Typ aktiv** – V rámci této dimenze je doporučeno, aby se firmy s vyšším poměrem nehmotných aktiv příliš nezadlužovali. Společnost Skanska a.s. má několikanásobně vyšší poměr hmotného majetku nad nehmotným, především z titulu vlastnictví budov ve vlastním užití a nakupovaných pozemků pro účely další výstavby. Mohla by tedy uvažovat o financování pomocí cizího kapitálu. To ovšem popírá interní zásady firmy.

○ **Finanční volnost** – Finanční volnost, tzn. dostatek finančních zdrojů, je důležitá pro zajištění nově vzniklých investičních příležitostí. V kapitálové struktuře společnosti sice převažuje cizí kapitál, ale vlastní kapitál je od roku 2009 tvořen ve většině zadrženými zisky. Dá se tedy konstatovat, že společnost Skanska a.s. disponuje dostatečnými finančními zdroji, aby mohla pohotově přijímat nově vzniklé příležitosti.

4.5.2. Modelace "U" křivky

Pro návrh optimální kapitálové struktury byla zvolena Klasická teorie, která je založena na předpokladu, že od určité míry zadlužení začnou průměrné náklady stoupat. Dle profesora Valacha (1999) je proto vhodné, aby měl podnik takovou relaci vlastního a cizího kapitálu, při níž jsou celkové náklady na jejich pořízení nejnižší, a v důsledku toho hodnota firmy nejvyšší. Tato teorie je nejlépe aplikovatelná v dnešním tržním prostředí, a má vysokou vypovídací schopnost. Optimalizace kapitálové struktury společnosti Skanska a.s., bude navržena prostřednictvím konstrukce tzv. "U" křivky, která je dána zvoleným procentem zadlužení a jemu příslušným průměrným nákladům kapitálu WACC.

Tabulka č. 20: Základní data pro simulaci WACC

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Průměr
Průměrná výnosnost trhu r_m	7,10%	5,85%	6,28%	7,28%	7,08%	6,05%	6,61%
Bezriziková výnosnost trhu r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%	2,31%	2,26%	3,50%
Riziková premie ($r_m - r_f$)	2,55%	1,18%	2,57%	3,77%	4,77%	3,79%	3,11%
Nezadlužený koeficient β	0,54	0,72	0,79	1,02	1,05	0,94	0,84
Úročený cizí kapitál D (v tis. Kč)	220	-	-	-	-	-	37
Vlastní kapitál E (v tis. Kč)	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257	7 504 964
Sazba daně z příjmu t	21%	20%	19%	19%	19%	19%	-
Citlivost výnosové míry CP $\beta_{z(1-t)}$	0,540	0,720	0,790	1,020	1,050	0,940	0,84
Náklady na vlastní kapitál r_e	5,93%	5,52%	5,74%	7,36%	7,32%	5,82%	6,28%
Náklady na cizí kapitál $r_{d(1-t)}$	0,72%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s., finančních analýz pro podnikové sféry MPO a dat profesora Damodarana

Jako **průměrná výnosnost trhu** r_m je brána průměrná hodnota rizikových premií za časové období 2008 – 2013. Jednotlivé hodnoty byly převzaty z dat zveřejňovaných profesorem Damodaranem, jejichž součástí jsou i údaje týkající se České republiky.

Bezriziková výnosnost trhu r_f představuje průměrnou hodnotu desetiletých státních dluhopisů pro vybranou časovou řadu. Tento údaj každoročně zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu v rámci svých finančních analýz pro podnikové sféry.

Nezadlužený koeficient β je opět převzat od profesora Damodarana, který vydává hodnoty pro jednotlivá odvětví a území. Ty jsou zveřejňovány vždy k lednu daného roku, a proto například pro rok 2008 byla brána hodnota z ledna 2009. Za účelem hodnocení společnosti Skanska a.s. bylo pro období let 2008 – 2010 počítáno s hodnotami pro USA. Od roku 2012 začaly být vydávány i pro EU, a proto období 2011 – 2013 počítá s těmito. V rámci simulace WACC je potom brána průměrná hodnota sledovaného období.

Dále byl proveden výpočet **citlivosti výnosové míry cenných papírů** $\beta_{z(1-t)}$, který vychází ze vzorce uváděného autorkou Kislingerovou (2007) a zahrnuje daňový štít:

$$\beta_{z(1-t)} = \text{nezadlužená } \beta \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})$$

kde:

- t - daňová sazba,
- D - úročený cizí kapitál,
- E - vlastní kapitál.

Pro simulaci WACC je též potřeba určit náklady na vlastní a cizí kapitál. **Náklady na cizí kapitál** byly převzaty z předchozích výpočtů (kapitola 4.4.2.1. Náklady na cizí kapitál), a byly dále sníženy o účinek daňového štítu $1 - t$. Za účelem stanovení **nákladů na vlastní kapitál** byl použit následující vzorec:

$$r_e = r_f + \beta_{z(1-t)} \times (r_m - r_f)$$

Citlivost výnosové míry cenných papírů i náklady kapitálu do modelu vstupují jako průměrné hodnoty. Samotný výpočet **průměrných nákladů kapitálu WACC** byl potom proveden na základě vzorce:

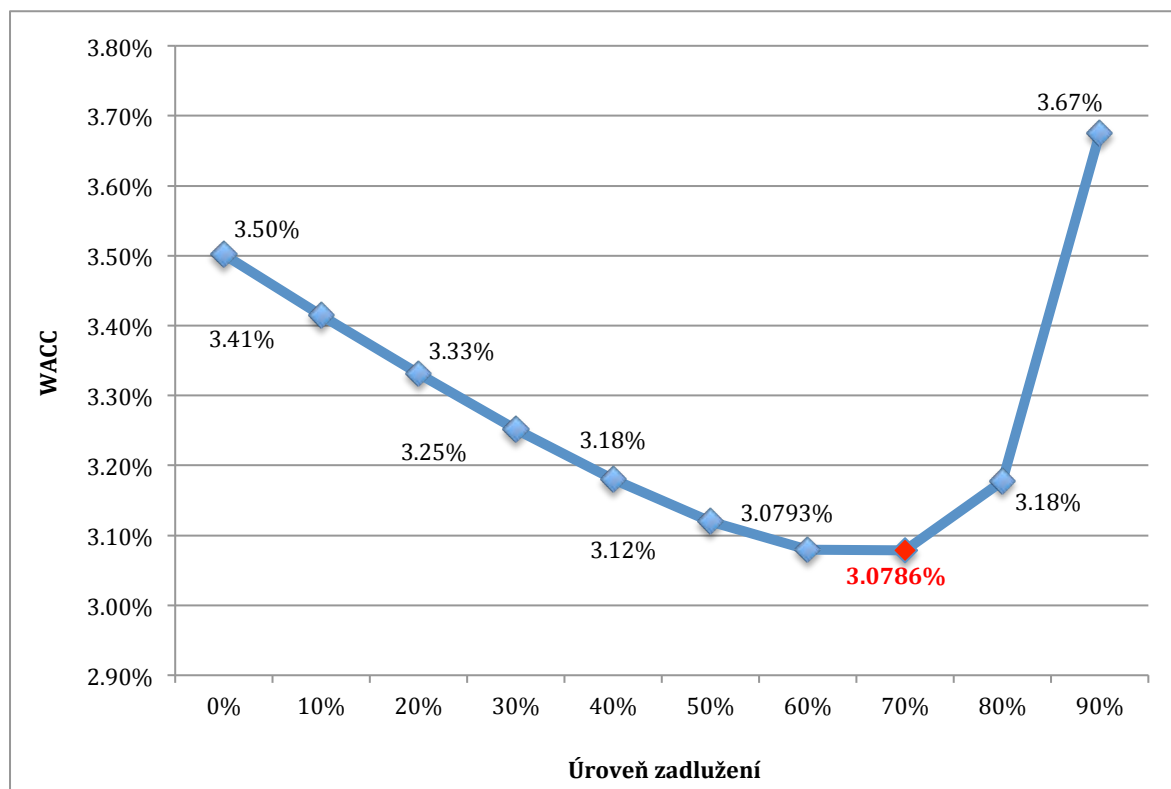
$$WACC = r_d \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C}$$

Tabulka č. 21: Simulace WACC pro jednotlivé úrovně zadlužení

Úroveň zadlužení	$r_{d(1-t)}$	r_e	$\beta_{Z(1-t)}$	Úročený cizí kapitál	Vlastní kapitál	Celkový zpopl. kapitál	WACC
0%	0,00%	3,50%	-	-	7 505 001,00	7 505 001,00	3,5017%
10%	0,01%	3,79%	0,094	750 500,10	6 754 500,90	7 505 001,00	3,4147%
20%	0,03%	4,16%	0,211	1 501 000,20	6 004 000,80	7 505 001,00	3,3310%
30%	0,05%	4,62%	0,361	2 251 500,30	5 253 500,70	7 505 001,00	3,2521%
40%	0,08%	5,25%	0,562	3 002 000,40	4 503 000,60	7 505 001,00	3,1803%
50%	0,12%	6,12%	0,843	3 752 500,50	3 752 500,50	7 505 001,00	3,1198%
60%	0,18%	7,43%	1,265	4 503 000,60	3 002 000,40	7 505 001,00	3,0793%
70%	0,28%	9,61%	1,968	5 253 500,70	2 251 500,30	7 505 001,00	3,0786%
80%	0,48%	13,98%	3,373	6 004 000,80	1 501 000,20	7 505 001,00	3,1774%
90%	1,07%	27,07%	7,590	6 754 500,90	750 500,10	7 505 001,00	3,6743%

Zdroj: Vlastní zpracování dle předchozích výpočtů a výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Graf č. 26: "U" křivka společnosti Skanska a.s. pro 0% - 90% úrovně zadlužení



Zdroj: Vlastní zpracování dle předchozích výpočtů a výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

V grafu č. 26 lze pozorovat vývoj "U" křivky při 0% - 90% zadlužení. Tvar nemá úplně standartní "U" tvar, ale i přesto poskytuje podstatné informace o optimální kapitálové struktuře. Křivka dosahuje svého minima (3,0786 %) při 70% zadlužení. **Kapitálová struktura společnosti Skanska a.s. by tedy byla optimální při poměru 70 % cizího kapitálu a 30 % kapitálu vlastního.**

Kapitálovou strukturu lze v letech 2008 a 2009 z tohoto hlediska označit za víceméně optimální. V roce 2008 byl poměr vlastního a cizího kapitálu 22 % (VK) a 78 % (CK). V roce 2009 to potom bylo 36 % (VK) a 64 % (CK). V obou letech vždy přebývalo či scházelo několik procent k dosažení zjištěného optimálního poměru, ale tomuto požadovanému stavu se přibližují nejvíce. O roku 2010 se potom hodnoty výrazně vzdalují (viz. graf č. 7).

Tento poměr je však potřeba považovat pouze za doporučení. Při stanovování optimální kapitálové struktury je potřeba hodnotit více faktorů. Dle profesora Valacha (2010) je jedním z nich **velikost a stabilita generovaného zisku**. Čím vyšší jsou obě hlediska, tím vyšší podíl dluhu lze využívat. Ve sledovaném období klesal jak výsledek hospodaření, tak zadluženost. Stabilita tak sice rostla, zisk ovšem ne. Není tedy vhodné, aby se společnost Skanska a.s. více zadlužovala. Dalším z nich je **majetková struktura** podniku. Nehmotný majetek je velice zranitelný, a při finančních potížích jeho cena rychle klesá. Proto si firmy s vysokým podílem nehmotného majetku nemohou tolik půjčovat. Je tedy zásadní realizované stavby ihned předávat zákazníkům. Skanska a.s. se tohoto doporučení v zásadě drží. Profesor Valach (2010) v souvislosti s těmito faktory uvádí i modifikaci definice optimální kapitálové struktury: "*za optimální se považuje takové rozložení kapitálu, které vychází z minimalizace průměrných nákladů kapitálu, a které je zároveň v souladu s předpokládaným vývojem podnikového zisku a předpokládanou strukturou podnikového majetku.*" Je tedy potřeba se zabývat i těmito hledisky za účelem určení skutečné optimální struktury.

V neposlední řadě je důležitý **postoj manažerů k riziku**. Zadluženost podniku ve výši 70 % je poměrně vysoká, a záleží na vedení podniku zda by dobrovolně podstupovali rizika spojená s vyšší úrovní zadlužení. Společnost by se tak mohla dostat do finančních problémů, které by vedly ke generaci nákladů finanční tísně. Ty by potom měly vliv na "U" křivku a způsobovaly by její strmý růst. Jak ovšem víme z předchozího,

společnost Skanska a.s. zaujala k riziku averzní postoj, a snaží se být finančně připravena na jejich případný vznik.

Pro společnost Skanska a.s. je tedy vzhledem k současnému nestálému vývoji ve stavebnictví vhodné, aby se neřídila stanoveným poměrem optimální kapitálové struktury, a pokračovala ve strategii tvorby bezpečnostního finančního polštáře. Až odvětví vstoupí do fáze růstu a společnost Skanska a.s. začne generovat více zisku, mohla by pak začít zvyšovat poměr cizího kapitálu. Dle interních informací společnosti však vedení neuvažuje o využívání cizího kapitálu. Zásadou mateřské švédské Skansky totiž je, aby byly využívány především vlastní zdroje.

5. ZÁVĚR

Jak již bylo uvedeno výše, cílem této diplomové práce bylo provést analýzu kapitálové struktury ve vybraném podniku, kterým je Skanska a.s. Toho bylo dosaženo využitím analýzy finančního zdraví a vybraných metod optimalizace kapitálové struktury. Zkoumání bylo prováděno pro období let 2008 – 2013, a vycházelo především z výročních zpráv společnosti a informací poskytovaných Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Všechny potřebné znalosti a souvislosti byly shrnuty v rámci teoretické části. Pozornost byla věnována především zdrojům financování, faktorům ovlivňujícím kapitálovou strukturu, finanční analýze, nákladům kapitálu a v neposlední radě také jednotlivým teoriím optimalizace kapitálové struktury. Vzhledem k rozdílným přístupům jednotlivých autorů k této problematice, zde byl také stanoven konkrétní pohled na kapitálovou strukturu, který je určující pro celou diplomovou práci. Kapitálová struktura je chápána jako celkové zdroje, tzn. pasiva podniku. Tato teorie je v souladu s názory autorů Synka, Holečkové či Grünwalda.

Praktická část se v úvodu věnuje rozboru vývoje odvětví a popisu základních informací o společnosti Skanska a.s. Následně byla provedena samotná analýza kapitálové struktury s využitím vhodně zvolených přístupů a výpočtů, a na závěr byla i optimalizována pomocí simulace "U" křivky. Z vyvozených závěrů potom došlo k návrhu vhodných opatření vedoucích k optimalizaci kapitálové struktury.

Kapitálová struktura ve sledovaném období zaznamenala významné změny. Od roku 2009 došlo k zásadnímu růstu poměru vlastního kapitálu na úkor kapitálu cizího. Od roku 2008 se totiž začalo hovořit o celosvětové hospodářské krizi, která měla do jisté míry zasáhnout všechna odvětví. Vrcholoví manažeři společností se tedy na tuto skutečnost začali aktivně připravovat. Společnost Skanska a.s. od roku 2009 začala prostřednictvím hromadění výsledku hospodaření běžného období vytvářet finanční polštář, který měl zmírnit dopady finanční krize. Tento jev následně ovlivňoval většinu ukazatelů, a to jak kladně, tak záporně. Dostatek volných zdrojů přál běžné likviditě. Společnost byla schopna včas a v požadované výši dostát svým závazkům, což je velice dobré znamení pro potencionální zákazníky. Ve společnosti Skanska a.s. je v tomto ohledu viditelný rostoucí trend, který však u pohotové likvidity stoupá až mimo žádoucí interval, tzn., že zdroje

nejsou efektivně využívány. Je proto potřeba se zaměřit na řízení těchto zdrojů, aby v budoucnu nedocházelo k nadměrnému růstu.

Vlivem celosvětové hospodářské krize docházelo ve společnosti Skanska a.s. k meziročním propadům výsledků hospodaření, až se v roce 2013 dostala do ztráty 694 mil. Kč. Ta však byla z velké části způsobena pochybením manažerů divize betonových konstrukcí. Ti v průběhu let 2010 – 2013 zkreslovali účetní data za účelem dosažení příznivějších výsledků. Společnost tedy musela v roce 2013 odepsat 258 mil. Kč jako ostatní výsledek hospodaření.

Vývoj hospodářského výsledku nepříznivě ovlivnil ukazatele rentability celkového a investovaného kapitálu. Efektivita kapitálu tedy klesala. Tento trend však byl charakteristický pro celé odvětví. Důvodem je vysoká konkurence a nedostatečná poptávka na stavebním trhu, která byla vyvolána hospodářskou krizí. Klesající výnosnost vlastního kapitálu byla potvrzena i pomocí ukazatele finanční páky.

Cizí kapitál má nadpoloviční většinu v celkových zdrojích společnosti Skanska a.s., a každoročně je minimálně ze $\frac{3}{4}$ tvořen krátkodobými závazky. Ty jsou utvářeny ve vazbě na nové i probíhající zakázky. Primárně se jedná o přijaté zálohy od zákazníků, ale také nevyfakturované zakázky ke konci roku (dohadné účty pasivní). Skanska a.s. čerpala krátkodobý kontokorentní úvěr pouze v roce 2008, který byl i téhož roku splacen. Interními zásadami celosvětové skupiny Skanska je nevyužívat cizí zpoplatněné zdroje. Tímto faktem je významně ovlivněna zadluženost společnosti. Z analýzy zadluženosti vyplývá, že v tomto ohledu si sledovaný podnik vede od roku 2010 poměrně dobře. Celková zadluženost je pod úrovní odvětví, a je tedy nižší než u konkurenčních podniků. Stupeň samofinancování roste, což vede k upevňování finanční stability.

Z předchozího lze konstatovat, že nadměrné držení kapitálu společnosti vede k jeho neefektivnímu využívání. V letech 2008 – 2012 ve společnosti Skanska a.s. působil efekt daňového štítu, a díky zisku v roce 2014 se dá očekávat jeho znovuoobnovení. Bylo by tedy vhodné poměr kapitálové struktury upravit ve prospěch cizího kapitálu, což by zároveň mělo pozitivní vliv na daňový štít. Celkově bylo finanční zdraví podniku hodnoceno kladně, a proto se by při vyšším zadlužení nedostával do přílišných rizik.

Optimální bod zadlužení byl nalezen pomocí Klasické teorie optimalizace kapitálové struktury a sestrojení "U" křivky. Při hodnocení jednotlivých teorií byla tato zvolena z důvodu vysoké vypovídací schopnosti a možnosti realizace v současných tržních

podmínkách. Od provádění indiferentní analýzy bylo upuštěno vzhledem k tomu, že společnost od roku 2009 nečerpala žádné bankovní úvěry, a vypočtená úroková sazba pro rok 2008 je příliš nízká na to, aby odrážela hodnotu bankovního úvěru.

Z výpočtů průměrných nákladů kapitálu a sestrojení "U" křivky vzešel poměr vlastního a cizího kapitálu, který vede k optimalizaci kapitálové struktury. Tento poměr je pro společnost Skanska a.s. dán 70 % cizího kapitálu a 30 % kapitálu vlastního. V rámci sledovaného období se tomuto poměru nejvíce přibližovaly hodnoty let 2008 a 2009. V posledních letech pak byla upřednostňována nižší úroveň rizika vzhledem k nestálosti odvětví, a poměr zdrojů financování je v průměru dán 53 % cizího a 47 % vlastního kapitálu.

Kromě samotného hodnocení poměru vlastního a cizího kapitálu byly sledovány i další faktory jako například majetková struktura, velikost a stabilita realizovaného zisku či přístup vedení společnosti k riziku. Z těchto faktorů byla rovněž stanovena doporučení spojená s optimalizací kapitálové struktury a vyvozeny závěry v oblasti finančního zdraví podniku uvedené výše.

Společnost Skanska a.s. by se v současnosti neměla příliš zadlužovat, a snažit se tak o stanovenou úroveň optimální kapitálové struktury. Díky probíhající hospodářské krizi se nemůže spolehnout na stabilní množství zakázek a generaci dostatečného zisku. Je proto lepší, když bude pokračovat v současné strategii tvorby bezpečnostního finančního polštáře. Díky tomu bude také připravena včas reagovat na nové investiční příležitosti. Ve chvíli, kdy se situace ve stavebnictví stabilizuje a začne růst počet zakázek, které přinesou zisk, tak by Skanska a.s. mohla začít uvažovat a navyšování poměru cizího kapitálu za účelem dodržování optimální kapitálové struktury. Dle interních informací společnosti však vedení neuvažuje o využívání cizího kapitálu kvůli zásadám uplatňovaným švédskou Skanskou.

Závěrem lze konstatovat, že si společnost vede dobře co se týče finančního zdraví. Také odvětví stavebnictví by se v následujících letech mělo dostávat z celosvětové hospodářské krize, takže lze očekávat pozitivní vývoj společnosti. Díky těmto faktorům by v oblasti kapitálové struktury společnost Skanska a.s. mohla učinit zmíněné kroky vedoucí k optimalizaci.

6. SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Interpretace hodnot koeficientu β

Tabulka č. 2: Působení finanční páky

Tabulka č. 3: Vybrané charakteristiky odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 4: Základní informace o společnosti Skanska a.s.-Výpis z obchodního rejstříku

Tabulka č. 5: Základní charakteristiky společnosti Skanska a.s.

Tabulka č. 6: Horizontální analýza pasiv společnosti Skanska a.s.

Tabulka č. 7: Ukazatel a index finanční páky společnosti Skanska a.s.
v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 8: Platnost zlatého bilančního pravidla ve společnosti Skanska a.s.
v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 9: Platnost zlatého pari pravidla ve společnosti Skanska a.s.
v letech 2008 - 2013

Tabulka č. 10: Platnost pravidla vyrovnání rizika ve společnosti Skanska a.s.
v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 11: Náklady na cizí kapitál společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 12: Bezriziková sazba cenných papírů v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 13: Stanovení rizikové přírážky za velikost podniku v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 14: Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 15: Stanovení rizikové přírážky za finanční stabilitu v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 16: Stanovení rizikové přírážky za finanční strukturu v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 17: Výpočet nákladů vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s.
v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 18: Úrokový daňový štít společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

Tabulka č. 19: Výpočet průměrných nákladů kapitálu společnosti Skanska a.s.
za období 2008 – 2013

Tabulka č. 20: Základní data pro simulaci WACC

Tabulka č. 21: Simulace WACC pro jednotlivé úrovně zadlužení

7. SEZNAM GRAFŮ, SCHÉMAT A OBRÁZKŮ

Grafy:

Graf č. 1: Závislost nákladů vlastního kapitálu na riziku firmy

Graf č. 2: Příímka trhu cenných papírů

Graf č. 3: Tvrzení M-M I

Graf č. 4: Tvrzení M-M II

Graf č. 5: Tvrzení M-M III

Graf č. 6: Optimální kapitálová struktura

Graf č. 7: Poměr vlastního kapitálu, cizího kapitálu a časového rozlišení na pasivech společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

Graf č. 8: Struktura vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s v letech 2008 – 2013

Graf č. 9: Struktura cizího kapitálu společnosti Skanska a.s v letech 2008 – 2013

Graf č. 10: Srovnání poměru vlastního kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013

Graf č. 11: Srovnání poměru cizího kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013

Graf č. 12: Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 13: Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE) společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 14: Běžná likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 15: Pohotová likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 16: Okamžitá likvidita společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 17: Celková zadluženost společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 18: Koeficient samofinancování společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 19: Dluh na vlastní kapitál společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 20: Úrokové krytí společnosti Skanska a.s. ve srovnání s odvětvím v letech 2008 – 2013

Graf č. 21: Index finanční páky společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

Graf č. 22: Čistý pracovní kapitál společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

Graf č. 23: Náklady na vlastní kapitál v letech 2008 - 2013 dle Stavebnicového modelu ve srovnání s odvětvím

Graf č. 24: Náklady na vlastní kapitál dle systému INFA, MPO

Graf č. 25: Vývoj WACC společnosti Skanska a.s. v porovnání s odvětví v letech 2008 – 2013

Graf č. 26: "U" křivka společnosti Skanska a.s. pro 0% - 90% úroveň zadlužení

Schémata:

Schéma č. 1: Kapitálová struktura podniku

Schéma č. 2: Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu

Schéma č. 3: Hierarchie dlouhodobého financování

Schéma č. 4: Organizační struktura společnosti Skanska a.s.

Obrázky:

Obr. č. 1: Čistý pracovní kapitál

8. SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1:** Vertikální analýza společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013
- Příloha č. 2:** Horizontální analýza společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013
- Příloha č. 3:** Srovnání poměru vlastního a cizího kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 4:** Ukazatele rentability společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 5:** Ukazatele rentability odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 6:** Ukazatele likvidity společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 7:** Ukazatele likvidity odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 8:** Ukazatele zadluženosti společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 9:** Ukazatele zadluženosti odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 10:** Ukazatele čistého pracovního kapitálu společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013
- Příloha č. 11:** Náklady vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013 dle benchmarkingového systému INFA, MPO
- Příloha č. 12:** Vývoj nákladů na vlastní kapitál v odvětví stavebnictví v období 2008 - 2013
- Příloha č. 13:** Rozvaha společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013
- Příloha č. 14:** Výkaz zisku a ztrát společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013

9. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

BIBLIOGRAFICKÉ ZDROJE:

1. AULOVÁ, Renata. *Kapitálová struktura zemědělských podniků a její determinanty*. 2012. Doktorská dizertační práce. Česká zemědělská univerzita v Praze.
2. BLAHA, Zdeněk Sid a JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vydání. Praha: Management Press, 2006, 194 s. ISBN 80-726-1145-3.
3. BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha, Computer Press, 2000, 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
4. ČERNÁ, Daniela. *Finanční analýza vybraného podniku*. 2012. Bakalářská práce. Česká zemědělská univerzita v Praze. Vedoucí práce Ing. Renata Aulová, PhD.
5. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. Vydání. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
6. FOTR, J., SOUČEK, I. *Investiční rozhodování a řízení projektů*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2011, 416 s. ISBN 978-80-247-3293-0.
7. FOTR, J., SOUČEK, I. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2005, 356 s. ISBN 80-247-0939-2.
8. FOTR, J., VACÍK, E., SOUČEK, I., ŠPAČEK, M., HÁJEK, S. *Strategické plánování*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2012, 384 s. ISBN 978-80-247-3985-4.
9. GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1 vydání. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
10. HRDÝ, M. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. 1. vydání. Praha: BILANCE, 2008, 199 s. ISBN 80-86371-50-6.
11. KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 1. vydání Praha: C. H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0.
12. KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vydání. Praha: C.H. Beck, 2008, 135 s. ISBN 978-807-1797-135.
13. KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010, 205 s. Prosperita firmy. ISBN 978-802-4733-494.
14. KOVANICOVÁ, Dana. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. XIX. aktualizované vydání. Praha: POLYGON, 2009. ISBN 978-80-7273-156-6.

15. KŘIVSKÁ, Romana. *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace*. Doktorská disertační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2009.
16. MÁČE, Miroslav. *Finanční analýza obchodních a státních organizací: praktické příklady a použití*. 1. vydání. Praha: Grada, 2006, 155 s. ISBN 80-247-1558-9.
17. NÝVLTOVÁ, Romana, MARINIČ Pavel. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2010, 208 s. ISBN 978-802-4731-582.
18. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2012, 125 s. ISBN 80-247-1835-9.
19. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vydání. Praha: Grada, 2010, 139 s. ISBN 978-802-4733-081.
20. SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vydání. Praha: Grada, 2008, 256 s. ISBN 978-802-4724-249.
21. SIVÁK, Rudolf, MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2. vydání, dotisk. Bratislava: Edícia Economics, 2009. 302 s. ISBN 978-80-89393-06-0.
22. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. Vydání. Brno: Computer Press, 2007, 154 s. ISBN 978-802-5118-306.
23. SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomika*. 3. Přepřacované a doplněné vydání Praha: C. H. Beck, 2002, ISBN 80-7179-736-7.
24. SYNEK, M. a kol. *Manažerská ekonomika - 5.*, aktualizované a doplněné vydání Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.
25. SWANSON, Z., SRINIDHI, B., SEETHARAM, A. *The Capital Structure Paradigm: Evolution of Debt/Equity Choices*. Praeger, 2003.
26. ŠIMAN, Josef, PETERA, Petr. *Financování podnikatelských subjektů. Teorie pro praxi*. 1. vydání. Praha: C.H. Beck, 2010, 192 s. ISBN: 978-80-7400-117-8.
27. VALACH, Josef, a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 1999, 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
28. VALACH, Josef, a kol. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 3. přepřacované a rozšířené vydání, Praha: Ekopress, 2010, 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
29. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2011, 248 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

INTERNETOVÉ ZDROJE:

1. ČASOPIS STAVEBNICTVÍ. *Jak se projevuje krize ve stavebnictví* [online]. 2009, roč. 2009, č. 05 [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: http://www.casopisstavebnictvi.cz/jak-se-projevuje-krize-ve-stavebnictvi_N2298
2. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, *Rychlé informace stavebnictví* [online]. [cit. 2015-02-09]. <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-sta>
3. DAMODARAN. Aswath. Data Sets. Dostupné [online] <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> [cit. 2015-02-09].
4. HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza vlivu dluhu na rentabilitu a hodnotu podniku* [online]. Český finanční a účetní časopis, 2009, ročník 4, č. 3, s. 37 – 48. (PDF). [cit. 2015-02-15]. Dostupné z: <http://www.vse.cz/cfuc/abstrakt.php3?IDcl=35>
5. HOSPODÁŘSKÉ NOVINY IHNEDE.CZ. *Stavebnictví prolomilo pětiletou krizi a letos zdvojnásobí růst, tvrdí stavaři* [online]. 2015 [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63633450-stavebnictvi-rust-stavari-cesko>
6. JUSTICE.CZ: OFICIÁLNÍ SERVER ČESKÉHO SOUDNICTVÍ. [online]. [cit. 2014-11-23]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/Uvod.aspx>
7. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA: Benchmarking klasifikací CZ-NACE*. Dostupné [online] <<http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>> [cit. 2015-01-11].
8. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2008* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument66391.html>
9. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2009* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>
10. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2010* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>
11. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2011* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>
12. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>

13. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>
14. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Metodická část INFA*. 2014. Dostupné [online] <<http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace-metodika.pdf>> [cit. 2015-01-11].
15. OFICIÁLNÍ WEB SPOLEČNOSTI SKANSKA a.s. [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné z: <http://www.skanska.cz>
16. VÝROČNÍ ZPRÁVY SKANSKA a.s. 2008 - 2013. Dostupné [online] <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sldetail?dokument=16401653&subjektId=537706&spis=86764> [[cit. 2015-01-11].
17. ZÁKON Č. 513/1991 SB., OBCHODNÍ ZÁKONÍK. [online]. [cit. 2015-02-02]. Dostupné z: <http://www.business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/> Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví. [online]. [cit. 2014-02-12]. Dostupné z: <http://www.business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/>

10. PŘÍLOHY

Příloha č. 1: Vertikální analýza společnosti Skanska a.s. v letech 2008 - 2013

SKANSKA a.s.	2009	2008	Podíl		Změna struktury	2010	2009	Podíl		Změna struktury	2011	2010	Podíl		Změna struktury
			2009	2008				2010	2009				2011	2010	
AKTIVA CELKEM	24 142 534	13 874 071	100,00 %	100,00 %	0,00 %	21 006 871	24 142 534	100,00 %	100,00 %	0,00 %	19 378 731	21 006 871	100,00 %	100,00 %	0,00 %
<i>Dlouhodobý majetek</i>	4 751 860	1 781 624	19,68 %	12,84 %	6,84 %	4 176 077	4 751 860	19,88 %	19,68 %	0,20 %	4 218 000	4 176 077	21,77 %	19,88 %	2,78 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	66 986	5 629	0,28 %	0,04 %	0,24 %	51 341	66 986	0,24 %	0,28 %	-0,03 %	52 526	51 341	0,27 %	0,24 %	0,04 %
Dlouhodobý hmotný majetek	3 311 463	1 489 553	13,72 %	10,74 %	2,98 %	2 923 080	3 311 463	13,91 %	13,72 %	0,20 %	2 905 000	2 923 080	14,99 %	13,91 %	1,72 %
Dlouhodobý finanční majetek	1 373 411	286 442	5,69 %	2,06 %	3,62 %	1 201 656	1 373 411	5,72 %	5,69 %	0,03 %	1 260 474	1 201 656	6,50 %	5,72 %	1,02 %
<i>Oběžná aktiva</i>	19 210 416	12 014 993	79,57 %	86,60 %	-7,03 %	16 694 240	19 210 416	79,47 %	79,57 %	-0,10 %	15 056 420	16 694 240	77,70 %	79,47 %	2,53 %
Zásoby	3 568 477	255 778	14,78 %	1,84 %	12,94 %	3 648 300	3 568 477	17,37 %	14,78 %	2,59 %	3 178 357	3 648 300	16,40 %	17,37 %	0,02 %
Dlouhodobé pohledávky	1 663 843	938 926	6,89 %	6,77 %	0,12 %	1 317 502	1 663 843	6,27 %	6,89 %	-0,62 %	1 790 510	1 317 502	9,24 %	6,27 %	3,07 %
Krátkodobé pohledávky	12 389 019	8 446 270	51,32 %	60,88 %	-9,56 %	10 088 107	12 389 019	48,02 %	51,32 %	-3,29 %	8 778 630	10 088 107	45,30 %	48,02 %	0,00 %
Krátkodobý finanční majetek	1 589 077	2 374 019	6,58 %	17,11 %	-10,53 %	1 640 331	1 589 077	7,81 %	6,58 %	1,23 %	1 308 923	1 640 331	6,75 %	7,81 %	-0,56 %
PASIVA CELKEM	24 142 534	13 874 071	100,00 %	100,00 %	0,00 %	21 006 871	24 142 534	100,00 %	100,00 %	0,00 %	19 378 731	21 006 871	100,00 %	100,00 %	5,24 %
<i>Vlastní kapitál</i>	8 738 414	3 118 900	36,20 %	22,48 %	13,72 %	8 908 897	8 738 414	42,41 %	36,20 %	6,21 %	8 678 277	8 908 897	44,78 %	42,41 %	4,41 %
Základní kapitál	1 100 000	502 000	4,56 %	3,62 %	0,94 %	1 100 000	1 100 000	5,24 %	4,56 %	0,68 %	1 100 000	1 100 000	5,68 %	5,24 %	0,68 %
Kapitálové fondy	110 923	100 871	0,46 %	0,73 %	-0,27 %	53 423	110 923	0,25 %	0,46 %	-0,21 %	107 394	53 423	0,55 %	0,25 %	0,29 %
Fondy ze zisku	300 000	372 928	1,24 %	2,69 %	-1,45 %	300 000	300 000	1,43 %	1,24 %	0,19 %	300 000	300 000	1,55 %	1,43 %	0,19 %
Kumulované výděly	5 771 704	1 249 946	23,91 %	9,01 %	14,90 %	6 691 734	5 771 704	31,85 %	23,91 %	7,95 %	7 155 475	6 691 734	36,92 %	31,85 %	6,34 %
Výsledek hospodaření	1 455 787	893 155	6,03 %	6,44 %	-0,41 %	763 740	1 455 787	3,64 %	6,03 %	-2,39 %	15 408	763 740	0,08 %	3,64 %	-3,09 %
<i>Cizí zdroje</i>	15 395 222	10 754 257	63,77 %	77,51 %	-13,75 %	12 087 076	15 395 222	57,54 %	63,77 %	-6,23 %	10 689 566	12 087 076	55,16 %	57,54 %	0,82 %
Rezervy	1 413 961	830 009	5,86 %	5,98 %	-0,13 %	1 463 695	1 413 961	6,97 %	5,86 %	1,11 %	1 853 793	1 463 695	9,57 %	6,97 %	2,76 %
Dlouhodobé závazky	1 740 719	842 660	7,21 %	6,07 %	1,14 %	1 478 059	1 740 719	7,04 %	7,21 %	-0,17 %	1 230 414	1 478 059	6,35 %	7,04 %	-0,27 %
Krátkodobé závazky	12 240 542	9 081 368	50,70 %	65,46 %	-14,75 %	9 145 322	12 240 542	43,53 %	50,70 %	-7,17 %	7 605 359	9 145 322	39,25 %	43,53 %	-1,68 %
Bankovní úvěry	-	220	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-	-	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-	-	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Časové rozlišení	8 898	914	0,04 %	0,01 %	0,03 %	10 898	8 898	0,05 %	0,04 %	0,02 %	10 888	10 898	0,06 %	0,05 %	0,01 %

SKANSKA a.s.	2012	2011	Podíl		Změna struktury	2013	2012	Podíl		Změna struktury
			2012	2011				2013	2012	
AKTIVA CELKEM	18 113 298	19 378 731	100,00 %	100,00 %	0,00 %	15 357 492	18 113 298	100,00 %	100,00 %	0,00 %
<i>Dlouhodobý majetek</i>	4 329 719	4 218 000	23,90 %	21,77 %	3,14 %	3 799 862	4 329 719	24,74 %	23,90 %	0,15 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	47 396	52 526	0,26 %	0,27 %	0,01 %	53 165	47 396	0,35 %	0,26 %	0,06 %
Dlouhodobý hmotný majetek	2 729 951	2 905 000	15,07 %	14,99 %	0,96 %	1 807 901	2 729 951	11,77 %	15,07 %	-2,70 %
Dlouhodobý finanční majetek	1 552 372	1 260 474	8,57 %	6,50 %	2,17 %	1 938 796	1 552 372	12,62 %	8,57 %	2,80 %
<i>Oběžná aktiva</i>	13 704 732	15 056 420	75,66 %	77,70 %	2,87 %	11 506 968	13 704 732	74,93 %	75,66 %	-1,99 %
Zásoby	2 882 147	3 178 357	15,91 %	16,40 %	0,56 %	1 816 465	2 882 147	11,83 %	15,91 %	-3,29 %
Dlouhodobé pohledávky	931 212	1 790 510	5,14 %	9,24 %	-2,98 %	812 879	931 212	5,29 %	5,14 %	0,01 %
Krátkodobé pohledávky	8 033 516	8 778 630	44,35 %	45,30 %	1,88 %	7 823 218	8 033 516	50,94 %	44,35 %	3,97 %
Krátkodobý finanční majetek	1 857 857	1 308 923	10,26 %	6,75 %	3,42 %	1 054 406	1 857 857	6,87 %	10,26 %	-2,68 %
PASIVA CELKEM	18 113 298	19 378 731	100,00 %	100,00 %	5,96 %	15 357 492	18 113 298	100,00 %	100,00 %	-1,92 %
<i>Vlastní kapitál</i>	8 525 041	8 678 277	47,07 %	44,78 %	4,64 %	7 060 257	8 525 041	45,97 %	47,07 %	-1,70 %
Základní kapitál	1 100 000	1 100 000	6,07 %	5,68 %	0,68 %	1 100 000	1 100 000	7,16 %	6,07 %	0,68 %
Kapitálové fondy	-54 718	107 394	-0,30 %	0,55 %	-0,71 %	-423 398	-54 718	-2,76 %	-0,30 %	-1,79 %
Fondy ze zisku	300 000	300 000	1,66 %	1,55 %	0,19 %	300 000	300 000	1,95 %	1,66 %	0,19 %
Kumulované výdělků	7 170 883	7 155 475	39,59 %	36,92 %	4,50 %	6 777 167	7 170 883	32,26 %	39,59 %	2,56 %
Výsledek hospodaření	8 876	15 408	0,05 %	0,08 %	-0,02 %	-693 512	8 876	-4,52 %	0,05 %	-3,34 %
<i>Cizí zdroje</i>	9 579 843	10 689 566	52,89 %	55,16 %	1,33 %	8 291 426	9 579 843	53,99 %	52,89 %	-0,21 %
Rezervy	1 784 655	1 853 793	9,85 %	9,57 %	0,82 %	1 699 379	1 784 655	11,07 %	9,85 %	0,70 %
Dlouhodobé závazky	992 738	1 230 414	5,48 %	6,35 %	-0,37 %	742 793	992 738	4,84 %	5,48 %	-0,58 %
Krátkodobé závazky	6 802 450	7 605 359	37,56 %	39,25 %	0,88 %	5 849 254	6 802 450	38,09 %	37,56 %	-0,33 %
Bankovní úvěry	-	-	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-	-	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Časové rozlišení	8 414	10 888	0,05 %	0,06 %	-0,01 %	5 809	8 414	0,04 %	0,05 %	-0,01 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv Skanska a.s.

Příloha č. 2: Horizontální analýza společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2009	2008	Rozdíl	Index	Navýšení (%)	2010	2009	Rozdíl	Index	Navýšení (%)	2011	2010	Rozdíl	Index	Navýšení (%)
AKTIVA CELKEM	24 142 534	13 874 071	10 268 463	1,740	74,0 %	21 006 871	24 142 534	-3 135 663	0,870	-13,0 %	19 378 731	21 006 871	-1 628 140	0,922	-07,8 %
<i>Dlouhodobý majetek</i>	4 751 860	1 781 624	2 970 236	2,667	166,7 %	4 176 077	4 751 860	-575 783	0,879	-12,1 %	4 218 000	4 176 077	41 923	1,010	01,0 %
Dlouhodobý nehm. majetek	66 986	5 629	61 357	11,900	1090,0 %	51 341	66 986	-15 645	0,766	-23,4 %	52 526	51 341	1 185	1,023	02,3 %
Dlouhodobý hmotný majetek	3 311 463	1 489 553	1 821 910	2,223	122,3 %	2 923 080	3 311 463	-388 383	0,883	-11,7 %	2 905 000	2 923 080	-18 080	0,994	-00,6 %
Dlouhodobý finanční majetek	1 373 411	286 442	1 086 969	4,795	379,5 %	1 201 656	1 373 411	-171 755	0,875	-12,5 %	1 260 474	1 201 656	58 818	1,049	04,9 %
<i>Oběžná aktiva</i>	19 210 416	12 014 993	7 195 423	1,599	59,9 %	16 694 240	19 210 416	-2 516 176	0,869	-13,1 %	15 056 420	16 694 240	-1 637 820	0,902	-09,8 %
Zásoby	3 568 477	255 778	3 312 699	13,951	1295,1 %	3 648 300	3 568 477	79 823	1,022	02,2 %	3 178 357	3 648 300	-469 943	0,871	-12,9 %
Dlouhodobé pohledávky	1 663 843	938 926	724 917	1,772	77,2 %	1 317 502	1 663 843	-346 341	0,792	-20,8 %	1 790 510	1 317 502	473 008	1,359	35,9 %
Krátkodobé pohledávky	12 389 019	8 446 270	3 942 749	1,467	46,7 %	10 088 107	12 389 019	-2 300 912	0,814	-18,6 %	8 778 630	10 088 107	-1 309 477	0,870	-13,0 %
Krátkodobý finanční majetek	1 589 077	2 374 019	-784 942	0,669	-33,1 %	1 640 331	1 589 077	51 254	1,032	03,2 %	1 308 923	1 640 331	-331 408	0,798	-20,2 %
PASIVA CELKEM	24 142 534	13 874 071	10 268 463	1,740	74,0 %	21 006 871	24 142 534	-3 135 663	0,870	-13,0 %	19 378 731	21 006 871	-1 628 140	0,922	-07,8 %
<i>Vlastní kapitál</i>	8 738 414	3 118 900	5 619 514	2,802	180,2 %	8 908 897	8 738 414	170 483	1,020	02,0 %	8 678 277	8 908 897	-230 620	0,974	-02,6 %
Základní kapitál	1 100 000	502 000	598 000	2,191	119,1 %	1 100 000	1 100 000	N/A	N/A	N/A	1 100 000	1 100 000	N/A	N/A	N/A
Kapitálové fondy	110 923	100 871	10 052	1,100	10,0 %	53 423	110 923	-57 500	0,482	-51,8 %	107 394	53 423	53 971	2,010	101,0 %
Fondy ze zisku	300 000	372 928	-72 928	0,804	-19,6 %	300 000	300 000	N/A	N/A	N/A	300 000	300 000	N/A	N/A	N/A
Kumulované výděly	5 771 704	1 249 946	4 521 758	4,618	361,8 %	6 691 734	5 771 704	920 030	1,159	15,9 %	7 155 475	6 691 734	463 741	1,069	06,9 %
Výsledek hospodaření	1 455 787	893 155	562 632	1,630	63,0 %	763 740	1 455 787	-692 047	0,525	-47,5 %	15 408	763 740	-748 332	0,020	-98,0 %
<i>Cizí zdroje</i>	15 395 222	10 754 257	4 640 965	1,432	43,2 %	12 087 076	15 395 222	-3 308 146	0,785	-21,5 %	10 689 566	12 087 076	-1 397 510	0,884	-11,6 %
Rezervy	1 413 961	830 009	583 952	1,704	70,4 %	1 463 695	1 413 961	49 734	1,035	03,5 %	1 853 793	1 463 695	390 098	1,267	26,7 %
Dlouhodobé závazky	1 740 719	842 660	898 059	2,066	106,6 %	1 478 059	1 740 719	-262 660	0,849	-15,1 %	1 230 414	1 478 059	-247 645	0,832	-16,8 %
Krátkodobé závazky	12 240 542	9 081 368	3 159 174	1,348	34,8 %	9 145 322	12 240 542	-3 095 220	0,747	-25,3 %	7 605 359	9 145 322	-1 539 963	0,832	-16,8 %
Bankovní úvěry	-	220	-220	0,000	-100,0 %	-	-	N/A	N/A	N/A	-	-	N/A	N/A	N/A

SKANSKA a.s.	2012	2011	Rozdíl	Index	Navýšení (%)	2013	2012	Rozdíl	Index	Navýšení (%)
AKTIVA CELKEM	18 113 298	19 378 731	-1 265 433	0,935	-06,5 %	15 357 492	18 113 298	-2 755 806	0,848	-15,2 %
<i>Dlouhodobý majetek</i>	4 329 719	4 218 000	111 719	1,026	02,6 %	3 799 862	4 329 719	-529 857	0,878	-12,2 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	47 396	52 526	-5 130	0,902	-09,8 %	53 165	47 396	5 769	1,122	12,2 %
Dlouhodobý hmotný majetek	2 729 951	2 905 000	-175 049	0,940	-06,0 %	1 807 901	2 729 951	-922 050	0,662	-33,8 %
Dlouhodobý finanční majetek	1 552 372	1 260 474	291 898	1,232	23,2 %	1 938 796	1 552 372	386 424	1,249	24,9 %
<i>Oběžná aktiva</i>	13 704 732	15 056 420	-1 351 688	0,910	-09,0 %	11 506 968	13 704 732	-2 197 764	0,840	-16,0 %
Zásoby	2 882 147	3 178 357	-296 210	0,907	-09,3 %	1 816 465	2 882 147	-1 065 682	0,630	-37,0 %
Dlouhodobé pohledávky	931 212	1 790 510	-859 298	0,520	-48,0 %	812 879	931 212	-118 333	0,873	-12,7 %
Krátkodobé pohledávky	8 033 516	8 778 630	-745 114	0,915	-08,5 %	7 823 218	8 033 516	-210 298	0,974	-02,6 %
Krátkodobý finanční majetek	1 857 857	1 308 923	548 934	1,419	41,9 %	1 054 406	1 857 857	-803 451	0,568	-43,2 %
PASIVA CELKEM	18 113 298	19 378 731	-1 265 433	0,935	-06,5 %	15 357 492	18 113 298	-2 755 806	0,848	-15,2 %
<i>Vlastní kapitál</i>	8 525 041	8 678 277	-153 236	0,982	-01,8 %	7 060 257	8 525 041	-1 464 784	0,828	-17,2 %
Základní kapitál	1 100 000	1 100 000	N/A	N/A	N/A	1 100 000	1 100 000	N/A	N/A	N/A
Kapitálové fondy	-54 718	107 394	-162 112	-0,510	-151,0 %	-423 398	-54 718	-368 680	7,738	673,8 %
Fondy ze zisku	300 000	300 000	N/A	N/A	N/A	300 000	300 000	N/A	N/A	N/A
Kumulované výděly	7 170 883	7 155 475	15 408	1,002	00,2 %	6 777 167	7 170 883	-393 716	0,945	-05,5 %
Výsledek hospodaření	8 876	15 408	-6 532	0,576	-42,4 %	-693 512	8 876	-702 388	-78,133	-7913,3 %
<i>Cizí zdroje</i>	9 579 843	10 689 566	-1 109 723	0,896	-10,4 %	8 291 426	9 579 843	-1 288 417	0,866	-13,4 %
Rezervy	1 784 655	1 853 793	-69 138	0,963	-03,7 %	1 699 379	1 784 655	-85 276	0,952	-04,8 %
Dlouhodobé závazky	992 738	1 230 414	-237 676	0,807	-19,3 %	742 793	992 738	-249 945	0,748	-25,2 %
Krátkodobé závazky	6 802 450	7 605 359	-802 909	0,894	-10,6 %	5 849 254	6 802 450	-953 196	0,860	-14,0 %
Bankovní úvěry	-	-	N/A	N/A	N/A	-	-	N/A	N/A	N/A

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv Skanska a.s.

Příloha č. 3: Srovnání poměru vlastního a cizího kapitálu na celkových pasivech společnosti Skanska a.s. s odvětvím stavebnictví v letech 2008 – 2013

Vlastní kapitál / Pasiva	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SKANSKA a.s.	22,48%	36,20%	42,41%	44,78%	47,07%	45,97%
Stavebnictví	35,27%	36,71%	40,81%	43,01%	40,96%	39,18%
Cizí kapitál / Pasiva	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SKANSKA a.s.	77,51%	63,77%	57,54%	55,16%	52,89%	53,99%
Stavebnictví	63,79%	61,93%	56,96%	54,65%	57,28%	58,93%

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s. a finančních analýz pro podnikovou sféru vydávaných MPO

Příloha č. 4: Ukazatele rentability společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	28,64 %	16,66 %	8,57 %	0,18 %	0,10 %	- 9,82 %
Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE)	29,35 %	18,01 %	9,01 %	0,96 %	0,41 %	- 9,41 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Příloha č. 5: Ukazatele rentability odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013

ODVĚTVÍ - STAVEBNICTVÍ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	12,56 %	19,39 %	11,84 %	9,20 %	6,45 %	6,67 %
Rentabilita celkového investovaného kapitálu (ROCE)	15,87 %	21,77 %	13,73 %	9,61 %	6,32 %	6,33 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Finančních analýz pro podnikovou sféru vydávaných MPO

Příloha č. 6: Ukazatele likvidity společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	1,32	1,57	1,83	1,98	2,01	1,97
Pohotová likvidita	1,29	1,28	1,43	1,56	1,59	1,66
Okamžitá likvidita	0,26	0,13	0,18	0,17	0,27	0,18

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Příloha č. 7: Ukazatele likvidity odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013

ODVĚTVÍ - STAVEBNICTVÍ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	1,35	1,61	1,72	1,77	1,85	1,68
Pohotová likvidita	1,18	1,47	1,50	1,57	1,62	1,50
Okamžitá likvidita	0,24	0,39	0,40	0,44	0,39	0,36

Zdroj: Vlastní zpracování dle Finančních analýz pro podnikovou sféru vydávaných MPO

Příloha č. 8: Ukazatele zadluženosti společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková zadluženost	77,51 %	63,77 %	57,54 %	55,16 %	52,89 %	53,99 %
Koeficient samofinancování	22,48 %	36,20 %	42,41 %	44,78 %	47,07 %	45,97 %
Dluh na vlastní kapitál	345,00 %	176,00 %	136,00 %	123,00 %	112,00 %	117,00 %
Úrokové krytí	47,94	49,97	103,03	10,80	7,37	-50,12

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Příloha č. 9: Ukazatele zadluženosti odvětví stavebnictví v letech 2008 – 2013

ODVĚTVÍ - STAVEBNICTVÍ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková zadluženost	63,79 %	61,93 %	60,91 %	59,65 %	57,28 %	58,93 %
Koeficient samofinancování	35,27 %	36,71 %	37,31 %	38,56 %	40,98 %	39,18 %
Dluh na vlastní kapitál	181,00 %	169,00 %	163,00 %	155,00 %	140,00 %	150,00 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Finančních analýz pro podnikovou sféru vydávaných MPO

Příloha č. 10: Ukazatele čistého pracovního kapitálu společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013

SKANSKA a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva celkem	12 014 993	19 210 416	16 694 240	15 056 420	13 704 732	11 506 968
Zásoby	255 778	3 568 477	3 648 300	3 178 357	2 882 147	1 816 465
Krátkodobé pohledávky	8 446 270	12 389 019	10 088 107	8 778 630	8 033 516	7 823 218
Finanční majetek	286 442	1 373 411	1 201 656	1 260 474	1 552 372	1 938 796
Krátkodobé závazky celkem	9 081 368	12 240 542	9 145 322	7 605 359	6 802 450	5 849 254
<i>Pracovní kapitál</i>	2 933 625	6 969 874	7 548 918	7 451 061	6 902 282	5 657 714

Zdroj: Vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Příloha č. 11: Náklady vlastního kapitálu společnosti Skanska a.s. v letech 2008 – 2013 dle benchmarkingového systému INFÁ, MPO

re dle INFÁ, MPO	2008	2009	2010	2011	2012
SKANSKA a.s.	19,13%	8,94%	6,44%	6,06%	4,79%
Odvětví - Stavebnictví	11,27%	13,60%	12,68%	12,44%	11,58%
Nejlepší podniky v odvětví TH	9,37%	12,05%	9,62%	9,45%	7,11%
Velmi dobré podniky v odvětví RF	13,65%	16,85%	17,97%	17,92%	13,25%
Ziskové podniky v odvětví ZI	9,35%	11,02%	19,08%	10,44%	15,37%
Ztrátové podniky v odvětví ZT	16,47%	26,65%	16,01%	20,53%	20,35%

Zdroj: Vlastní zpracování dle výpočtů provedených benchmarkingovým systémem INFÁ, MPO

Příloha č. 12: Vývoj nákladů na vlastní kapitál v odvětví stavebnictví v období 2008 - 2013

ODVĚTVÍ - STAVEBNICTVÍ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Náklady na vlastní kapitál	11,27 %	13,60 %	12,68 %	12,44 %	11,82 %	13,36 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle Finančních analýz pro podnikovou sféru vydávaných MPO

Příloha č. 13: Rozvaha společnosti Skanska a.s. za období 2008 - 2013

AKTIVA	Běžné účetní období					
	2008	2009	2008	2011	2008	2013
AKTIVA CELKEM	13 874 071	24 142 534	21 006 871	19 378 731	18 113 298	15 357 492
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	1 781 624	4 751 860	4 176 077	4 218 000	4 329 719	3 799 862
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 629	66 986	51 341	52 526	47 396	53 165
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	667	417	167	0	0
Software	34	52 836	43 975	35 788	31 308	38 091
Ocenitelná práva	5 595	13 364	6 925	16 358	14 934	14 231
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	119	24	0	0	471
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	213	1 154	372
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 489 553	3 311 463	2 923 080	2 905 000	2 729 951	1 807 901
Pozemky	70 019	607 182	603 357	624 790	618 864	537 575
Stavby	253 722	1 487 819	1 373 155	1 469 634	1 438 709	856 169
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 067 026	1 142 190	898 027	724 603	605 364	366 387
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	43	30	17	3	0
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	90	1 633	1 619	30 353	35 007	34 482
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11 427	14 205	5 665	28 543	16 701	5 049
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	32 583	60	130	208	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	54 686	58 331	41 097	26 852	15 303	8 239
Dlouhodobý finanční majetek	286 442	1 373 411	1 201 656	1 260 474	1 552 372	1 938 796
Podíly - ovládaná osoba	274 442	1 348 205	1 176 450	1 188 144	1 463 205	1 828 071
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	12 000	25 200	25 200	72 324	89 161	110 719
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	6	6	6	6	6
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	12 014 993	19 210 416	16 694 240	15 056 420	13 704 732	11 506 968

Zásoby	255 778	3 568 477	3 648 300	3 178 357	2 882 147	1 816 465
Materiál	73 700	298 592	290 158	295 962	320 914	62 442
Nedokončená výroba a polotovary	176 465	2 356 535	2 675 622	2 315 144	1 942 864	1 619 643
Výrobky	3 875	851 218	658 125	509 094	577 880	110 129
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	6	6	6	0	0
Zboží	0	23 948	4 333	41 174	27 655	24 003
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 738	38 178	20 056	16 977	12 834	248
Dlouhodobé pohledávky	938 926	1 663 843	1 317 502	1 790 510	931 212	812 879
Pohledávky z obchodních vztahů	848 747	1 254 514	1 075 761	1 187 033	578 122	332 875
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	50 440	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	240	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	147 699	10 202	251 124	4 803	0
Odložená daňová pohledávka	90 179	210 950	231 539	352 353	348 287	480 004
Krátkodobé pohledávky	8 446 270	12 389 019	10 088 107	8 778 630	8 033 516	7 823 218
Pohledávky z obchodních vztahů	3 234 402	6 896 512	8 526 942	5 552 415	4 458 919	3 840 520
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	3 718 719	3 670 451	157 990	2 431 863	2 243 387	2 686 359
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	236 088	50 881	115 891	69 500	116 352	82 727
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	1 734	7 878	2 843	102 932	148 173	47 052
Krátkodobé poskytnuté zálohy	215 723	357 340	472 071	74 338	46 625	52 378
Dohadné účty aktivní	960 903	920 617	655 834	451 724	697 672	746 902
Jiné pohledávky	78 701	485 340	156 536	95 858	322 388	367 280
Krátkodobý finanční majetek	2 374 019	1 589 077	1 640 331	1 308 923	1 857 857	1 054 406
Peníze	1 368	6 506	11 307	5 405	4 890	4 306
Účty v bankách	2 372 651	1 582 571	1 629 024	1 303 518	1 852 967	1 050 100
Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	77 454	180 258	136 554	104 311	78 847	50 662
Náklady příštích období	37 036	107 592	104 058	87 764	55 167	42 249
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	40 418	72 666	32 496	16 547	23 680	8 413

PASIVA	Běžné účetní období					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PASIVA CELKEM	13 874 071	24 142 534	21 006 871	19 378 731	18 113 298	15 357 492
Vlastní kapitál	3 118 900	8 738 414	8 908 897	8 678 277	8 525 041	7 060 257
Základní kapitál	502 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000
Základní kapitál	502 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000	1 100 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	100 871	110 923	53 423	107 394	- 54 718	- 423 398
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	69 693	0	0	0	0	20
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	31 178	110 923	53 423	107 394	-54 718	-423 418
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0	0
Vypořádání rozdílu z přeměn společností	0	0	0	0	0	0
Rozdíly z ocenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	372 928	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	372 680	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Statutární a ostatní fondy	248	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	1 249 946	5 771 704	6 691 734	7 155 475	7 170 883	6 777 167
Nerozdělený zisk minulých let	1 249 946	5 771 704	6 691 734	7 155 475	7 170 883	7 034 759
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0	-257 592
Výsledek hospodaření běžného účetního období	893 155	1 455 787	763 740	15 408	8 876	-693 512
Cizí zdroje	10 754 257	15 395 222	12 087 076	10 689 566	9 579 843	8 291 426
Rezervy	830 009	1 413 961	1 463 695	1 853 793	1 784 655	1 699 379
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	215	2 990	278	1 044	4 345	4 485
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	169 786	97 501	54 539	7 183	0	0
Ostatní rezervy	660 008	1 313 470	1 408 878	1 845 566	1 780 310	1 694 894
Dlouhodobé závazky	842 660	1 740 719	1 478 059	1 230 414	992 738	742 793
Závazky z obchodních vztahů	842 636	1 709 583	1 441 920	1 221 573	983 365	740 554
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	142
Závazky - podstatný vliv	24	204	162	144	152	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	29 014	29 014	2 578	3 098	0

Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	1 918	6 963	6 119	6 123	2 097
Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	9 081 368	12 240 542	9 145 322	7 605 359	6 802 450	5 849 254
Závazky z obchodních vztahů	5 964 437	6 620 333	4 956 340	4 285 639	4 020 459	2 796 169
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	679 134	181 265	99 848	516 643	835 038
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	287 069	104 136	129 543	102 911	153 996	117 880
Závazky k zaměstnancům	67 310	267 751	226 031	104 733	98 460	89 324
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	31 769	60 140	56 399	53 724	47 660	49 361
Stát - daňové závazky a dotace	37 640	39 788	331 014	19 912	19 711	19 979
Kratkodobé přijaté zálohy	779 701	1 671 614	823 918	1 076 720	794 504	414 554
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	1 898 451	2 783 570	2 427 240	1 854 163	1 148 122	1 521 457
Jiné závazky	14 991	14 076	13 572	7 709	2 895	5 492
Bankovní úvěry a výpomoci	220	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	220	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	914	8 898	10 898	10 888	8 414	5 809
Výdaje příštích období	642	7 022	9 821	9 057	6 535	3 929
Výnosy příštích období	272	1 876	1 077	1 831	1 879	1 880

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s.

Příloha č. 14: Výkaz zisku a ztrát společnosti Skanska a.s. za období 2008 – 2013

TEXT	Skutečnost v účetním období					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
b						
Tržby za prodej zboží	75 042	606 321	364 024	439 582	123 764	135 045
Náklady vynaložené na prodané zboží	78 532	572 249	341 320	407 852	116 025	117 718
Obchodní marže	- 3 490	34 072	22 704	31 730	7 739	17 327
Výkony	17 888 174	25 592 208	19 875 243	14 619 081	12 476 030	9 957 608
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17 725 935	27 060 507	19 835 813	14 892 405	12 618 940	10 661 137
Změna stavu zásob vlastní činnosti	59 295	-1 537 474	1 193	-522 433	-195 958	- 712 178
Aktivace	102 944	69 175	38 237	249 109	53 048	8 649
Výkonová spotřeba	14 312 794	19 679 161	15 255 912	11 371 815	9 738 398	8 185 749
Spotřeba materiálu a energie	3 680 661	4 665 154	5 405 952	3 910 103	3 480 715	2 550 883
Služby	10 632 133	15 014 007	9 849 960	7 461 712	6 257 683	5 634 866
Přidaná hodnota	3 571 890	5 947 119	4 642 035	3 278 996	2 745 371	1 789 186
Osobní náklady	1 713 258	3 366 097	2 699 907	2 020 565	2 233 275	2 118 911
Mzdové náklady	1 268 651	2 512 478	2 027 858	1 495 106	1 668 739	1 576 351
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	189	240	180	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	413 195	765 466	630 422	483 974	526 298	506 795
Sociální náklady	31 412	88 153	41 438	41 245	38 058	35 765
Daně a poplatky	12 797	41 912	31 521	35 249	36 893	33 149
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	318 370	538 895	519 677	423 697	317 006	234 743
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	65 712	76 752	82 892	12 215	36 188	151 090
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	15 788	69 443	71 509	9 217	35 544	149 716
Tržby z prodeje materiálu	49 924	7 309	11 383	2 998	644	1 374
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	34 895	50 561	42 569	6 155	16 760	126 598
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	3 759	49 601	36 597	3 592	16 686	126 597
Prodaný materiál	31 136	960	5 972	2 563	74	1
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komp. nákl. p. o.	250 374	104 186	264 492	1 026 696	100 688	290 703
Ostatní provozní výnosy	73 394	206 550	212 104	528 990	203 587	234 840
Ostatní provozní náklady	176 283	165 908	225 240	165 595	171 049	86 733
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	1 205 019	1 962 862	1 153 625	142 244	109 475	- 715 721
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	1	0	0	6 480	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	100	0	0	2 000	0	0

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	8 248	13 814	15 030	19 745	8 438
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v ú.j. pod podstatným vlivem	0	8 248	13 814	15 030	19 745	8 438
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	43 465	21 425		7 527	9 880	8 864
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	43 740	13 933	6 298	3 555	7 571	7 940
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	51 810	79 162	2 032	12 961	20 061	15 720
Nákladové úroky	24 253	37 773	9 088	8 814	5 257	14 652
Ostatní finanční výnosy	157 392	473 735	191 776	157 338	115 061	114 839
Ostatní finanční náklady	251 130	644 035	418 575	240 837	227 895	158 548
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	- 66 555	- 113 171	- 226 339	- 55 870	- 75 976	- 33 279
Daň z příjmů za běžnou činnost	245 309	393 904	163 546	70 966	24 623	- 55 488
- splatná	344 219	428 710	184 135	191 780	20 557	15 807
- odložená	- 98 910	- 34 806	- 20 589	- 120 814	4 066	- 71 295
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	893 155	1 455 787	763 740	15 408	8 876	- 693 512
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	893 155	1 455 787	763 740	15 408	8 876	- 693 512
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	1 138 464	1 849 691	927 286	86 374	33 499	- 749 000

Zdroj: Vlastní zpracování dle Výročních zpráv společnosti Skanska a.s.