

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Studijní program: B6208 Ekonomika a management

Obor: Obchodní podnikání

Katedra Ekonomiky

Diplomová práce

Účetní přidaná hodnota versus ekonomická přidaná hodnota

Vedoucí diplomové práce: Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Autor: Kantová Lucie

2011

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto diplomovou práci vypracovala samostatně na základě vlastních zjištění a použila jsem prameny, které cituji v příloženém seznamu literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 sb. v plném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly, v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb., zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích

Podpis:.....

Poděkování

Děkuji Ing. Martině Novotné, Ph.D. za metodické vedení a odbornou pomoc při vypracování této diplomové práce. Dále děkuji vedení společnosti Agrospolečnost s.r.o. za poskytnuté informace.

Obsah

Úvod.....	1
1. Účetní přidaná hodnota a její determinující ukazatele.....	3
1.1. Účetní přidaná hodnota	3
1.2. Determinující ukazatele účetní přidané hodnoty	5
1.2.1. Obchodní marže	5
1.2.2. Výkony.....	6
1.2.3. Výkonová spotřeba	7
1.3. Možnost využití účetní přidané hodnoty	7
2. Podstata ekonomické přidané hodnoty	9
2.1. Ukazatel EVA	9
2.2. Charakteristika základních položek EVA.....	10
2.2.1. Capital = Operativní aktiva (NOA)	10
2.2.2. Hospodářský výsledek (NOPAT)	13
2.2.3. Průměrné vážené náklady kapitálu	15
2.3. Metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál	18
2.3.1. Gordonův růstový model	19
2.3.2 Model CAPM (capital asset pricing model)	19
2.3.3. Model arbitrážního oceňování (APT – arbitrage pricing Theory)	22
2.3.4. Stavebnicová metoda (build up model)	22
2.3.5. Dividendový model.....	24
3. Vyjádření ukazatele EVA	25
3.1. Ukazatel EVA v absolutním vyjádření	25
3.2. Vyjádření ukazatele EVA pomocí vzorce nákladů na kapitál („Capital Charge).....	26

3.3.	Hodnotového rozpětí („Value Spread“)	26
3.4.	Relativní EVA podle London Business Schooll	27
3.5.	EVA – ROS (Return on sales – rentabilita tržeb)	27
3.6.	Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA	28
4.	Ekonomická přidaná hodnota resp. účetní přidaná hodnota jako měřítko výkonnosti	29
4.1.	Možnosti využití ukazatele EVA	29
4.1.1.	Řízení a motivování zaměstnanců	29
4.1.2.	Oceňování podniku	30
4.1.3.	Investiční rozhodování	34
5.	Charakteristika vybraného podniku z hlediska vývoje účetní přidané hodnoty a ovlivňujících faktorů	35
5.1.	Metodika	35
5.2.	Charakteristika vybraného podniku	37
5.3.	Ukazatele charakterizující podnik	38
5.4.	Vývoj účetní přidané hodnoty a ovlivňujících faktorů	39
5.5.	Účetní přidaná hodnota na zaměstnance	41
6.	Výpočet ekonomické přidané hodnoty	42
6.1.	Metoda CAPM	42
6.2.	Stavebnicová metoda	46
6.3.	Výpočet EVA na základě zvolených modelů	48
6.4.	Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA	49
7.	Zhodnocení možnosti zvyšování účetní přidané hodnoty, resp. ekonomické přidané hodnoty	53
8.	Shrnutí	55
9.	Seznam použité literatury	57

Příloha č. 1	60
Příloha č. 2	61
Příloha č. 3	62
Příloha č. 4	63
Příloha č. 5	64

Úvod

Oceňování a hodnocení výkonnosti podniku hraje důležitou roli nejen pro manažery firmy, ale i pro ostatní zaměstnance podniku. Existuje mnoho způsobů, jak ocenit podnik a vyhodnotit jeho výkonnost. Předmětem diplomové práce je vyhodnotit výkonnost společnosti na základě analýzy a srovnání hodnot ekonomické a účetní přidané hodnoty.

Cílem diplomové práce je vysvětlit pojmy ekonomické a účetní přidané hodnoty. Určit faktory determinující účetní přidanou hodnotu. Popsat možnosti vyjádření ekonomické přidané hodnoty.

Práce je rozdělena na 2 části. V první, teoretické, části je nejdříve vysvětlen pojem účetní přidané hodnoty. Dále jsou popsány jednotlivé faktory, které ovlivňují její výši. Poté následuje ucelená část zabývající se vymezením pojmu ekonomické přidané hodnoty. Nabízí se mnoho možností, jak ukazatel EVA vypočítat.

Jako první je vymezen základní vzorec pro vyjádření ukazatele EVA a jednotlivé proměnné, kterých je pro výpočet zapotřebí. Jednou z nejdůležitějších proměnných jsou průměrné náklady kapitálu, které je možno též stanovit několika metodami. Mezi tyto možnosti vyjádření lze zařadit např. stavebnicovou metodu, metodu CAPM, Gordonův růstový model, model arbitrážního oceňování, dividendový model,.... V této práci je největší pozornost věnována Stavebnicovému modelu a modelu CAPM pro stanovení WACC. Stavebnicovou metodu pro sestavení roční finanční analýzy používá Ministerstvo průmyslu a obchodu, proto je jí v práci věnována taková pozornost. Model CAPM poukazuje na rozdíl mezi očekávanou mírou výnosnosti a systematickým rizikem.

Dle názoru mnoha autorů má ukazatel EVA lepší vypovídací schopnost o výnosnosti podniku, než ostatní klasické ukazatele rentability. V další části práce jsou shrnuty, dle různých autorů, možnosti vyjádření ukazatele EVA.

Poslední bod teoretické části se zabývá ekonomickou přidanou hodnotou jako měřítkem výkonnosti. Je zde poukázáno na jednotlivé možnosti využití kladného výsledku ukazatele EVA. Ekonomickou přidanou hodnotu je možno použít k řízení a motivování zaměstnanců, hodnocení investičních projektů a jak již bylo řečeno k oceňování podniku.

Druhá, praktická, část práce je zaměřena na aplikaci jednotlivých metod výpočtu ukazatele EVA na vybraném podniku za sledované období a vyčíslení účetní přidané hodnoty. Sledovaným obdobím v tomto případě je rozmezí let 2008 – 2010. Potřebné informace a dokumenty k výpočtu ukazatele poskytla společnost „Agrospolečnost, s.r.o.“. Název společnosti je fiktivní, neboť firma si nepřála být v práci jmenována.

Jako první je v této části zanalyzován vývoj účetní přidané hodnoty v jednotlivých letech. Dále je práce zaměřena na stanovení ekonomické přidané hodnoty a jednotlivé možnosti jejího výpočtu. Uvedeny jsou zde i jednotlivé možnosti stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu WACC.

V závěru praktické části jsem pak zhodnotila výsledné hodnoty všech vypočtených ukazatelů a na základě vlastního uvážení jsem se pokusila navrhnout možnosti zvýšení účetní resp. ekonomické přidané hodnoty.

1. Účetní přidaná hodnota a její determinující ukazatele

U všech obchodních i výrobních firem je z dlouhodobého hlediska nutné nejen dosahovat maximalizace zisku, příjmu, růstu tržního podílu, ale také vytvářet tzv. přidanou hodnotu.

Přidaná hodnota v současnosti nabývá na významu při měření a hodnocení relativní finanční výkonnosti. A to zejména v oblasti celkové produktivity firmy. (Mařík, Maříková, 2001)

Přidaná hodnota = příjmy (výnosy) – náklady (výdaje)

Příjmy jsou v tomto případě tvořeny tržbami. Mezi náklady řadíme: náklady vynaložené na nákup zboží a služeb, které jsou nezbytné k realizaci produkce a které může firma přímo ovlivnit.

Metoda přidané hodnoty umožňuje firmám lépe měřit a hodnotit relativní výkonnost. Tento proces není ovlivněn náklady, které jsou firmě většinou administrativně přiděleny nebo které firma není schopna efektivně ovlivnit, tedy tzv. nekontrolovatelné náklady. Těmi mohou být např. lokální daně a poplatky nebo platy, vzdělání, cestovné, reprezentace centrálních vrcholových manažerů, celková centrální režie.

Přidaná hodnota může být chápána jako vytvořený přírůstek hodnoty majetku či bohatství firmy, který vytvořila tzv. na svůj účet. (Mařík, Maříková, 2001)

1.1. Účetní přidaná hodnota

Účetní přidanou hodnotu tedy získáme po sečtení **obchodní marže a výkonů**, a po odečtení **výkonové spotřeby**.

Tab. 1: Výkaz zisku a ztráty

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		
Ozn.	Položka účetního výkazu	řád.
I.	Tržby za prodej zboží	01
A.	(-) Náklady na prodané zboží	02
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	03
II.	Výkony (výroba)	04
II. 1.	Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	05
B.	(-) Výkonová spotřeba (materiál, energie, služby)	08
C.	(-) Osobní náklady (mzdové náklady atd.)	12
D.	(-) Daně a poplatky	17
E.	(-) Odpisy nehmotného a hmotného invest.majetku	18
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	11
	Provozní hospodářský výsledek (ř. 11 - 12 - 17 - 18)	29
	Hospodářský výsledek z finančních operací	47
R.	(-) Daň z příjmů z běžné činnosti	48
	Hospodářský výsledek za běžnou činnost (čistý) (ř. 29 + 47 - 48)	52
XVI.	Mimořádné výnosy	53
S.	Mimořádné náklady	54
T.	(-) Daň z příjmů z mimořádné činnosti	55
	Mimořádný hospodářský výsledek (ř. 53 - 54 - 55)	58
	Hospodářský výsledek za účetní období (ř. 52 + 58)	60

Zdroj: www.eamos.cz

1.2. *Determinující ukazatele účetní přidané hodnoty*

Výkony, které ovlivňují výši účetní přidané hodnoty, jsou tvořeny účty – Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby a účty aktivace. (Kovanicová, 1998)

Hodnota výkonové spotřeby je dána součtem účtů – Spotřeba materiálu a energie, Služby.

Tab. 2: Užší vyjádření výkazu zisku a ztráty

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		
Ozn.	Položka účetního výkazu	řád.
I.	Tržby za prodej zboží	01
A.	(-) Náklady na prodané zboží	02
+	Obchodní marže (ř. 01-02)	03
II.	Výkony (ř. 05+06+07)	04
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05
II. 2.	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	06
II. 3.	Aktivace	07
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09+10)	08
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	09
B. 2.	Služby	10

Zdroj: Kovanicová, 1998

1.2.1. Obchodní marže

Je dána rozdílem tržeb za prodej zboží a nákladů na prodané zboží. Obchodní marže není zisk. Z obchodní marže totiž podnik teprve kryje své další náklady jako například mzdy zaměstnanců, nájemné, nakupované služby apod.

Zájmem každého obchodníka je, aby obchodní marže byla kladná, tj. aby obchod prodával své zboží za více, než jej nakoupil. Krátkodobě lze však i připustit zápornou obchodní marži, např. při uvádění nového výrobku na trh. (Štohl, 2004)

Tržba za prodané zboží, zaznamenává se zde prodej zboží v prodejní ceně.

Náklady na prodané zboží, jedná se o zahrnování pořizovací ceny zboží do nákladů. (Štohl, 2004)

1.2.2. Výkony

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb

Patří do účetní skupiny 60. Řadí se sem veškeré výrobky, provedené práce a služby. Ve prospěch účtu se účtují tržby na základě příslušných dokladů. Souvztažnými zápisy na vrub účtů jsou: účtová skupina 31- Pohledávky, případně 211 – Pokladna. (Štohl, 2004)

Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby

Účtová třída 61. Pomocí účtů této skupiny se eliminují náklady vynaložené při výrobě a skladování výrobků. V případě, kdy výroba prochází několika fázemi (přičemž se odděleně sleduje převod od nedokončené výroby přes polotovary na výrobky), musí se to promítnout také v účtování na těchto účtech. Konečný stav tohoto účtu ovlivňuje základ daně, tj. základ zvyšuje, příp. snižuje v závislosti na tom, zda převyší v daném období přírůstky nebo úbytky. (Štohl, 2004)

Aktivace

Účtová skupina 62. Aktivace představuje přírůstek majetku (tj. zvýšení stavu aktiv) v důsledku vlastní činnosti. Jedná se tedy o převedení tohoto přírůstku z účtů skupiny 61 do třídy 1 nebo 5. Uznáním hodnoty tohoto majetku ve výnosech se současně uhrazují náklady spojené s jeho výrobou. (Kovanicová, 1998; Štohl, 2004)

1.2.3. Výkonová spotřeba

Spotřeba materiálu a energie

Účtová skupina 50. Eviduje se zde materiál spotřebovaný účetní jednotkou v příslušném účetním období. Vymezení pojmu materiál je velice široké. Účtuje se např. spotřeba základního materiálu, mazadel, čisticích potřeb, spotřeba obalů, výdej drobného hmotného majetku, spotřeba tiskopisů, odborných časopisů a knih, spotřeba pohonných hmot atd. (Štohl, 2004)

Spotřeba energie – účtuje se např. o spotřebované elektrické energii, páře, plynu a vodě, které jsou určeny k energetickým účelům.

Služby

Účtová skupina 51. Jedná se o služby – Opravy a udržování, Cestovné, Reprezentace, Ostatní služby.

Opravy a udržování, na těchto účtech je nutné sledovat hranice ve vztahu k technickému zhodnocení dlouhodobého hmotného majetku, tj. k modernizacím a rekonstrukcím, které nelze zahrnovat do nákladů.

Cestovné, zde je třeba vzít v úvahu příslušná ustanovení zákona o cestovních náhradách.

Reprezentace, jedná se zejména o výdaje na pohoštění, občerstvení.

Ostatní služby, tato skupina je velice obsáhlá, např. telefon, poštovní známky, televizní a rozhlasové poplatky, poštovní poplatky, náklady na inzerci, propagaci, náklady na poradenskou činnost, právníckou pomoc, vzdělávání pracovníků, atd. (Štohl, 2004)

1.3. Možnost využití účetní přidané hodnoty

Účetní přidanou hodnotu lze využít **ke stanovení produktivity práce**. Je nezbytně nutné jednoznačně definovat, že se jedná o **účetní přidanou hodnotu**, tj. o ukazatel zjišťovaný z účetního výkazu zisku a ztráty. Ve vyspělých ekonomikách se dospělo k názoru, že pro mzdové účely má nejvyšší vypovídací schopnost právě produktivita práce vypočítaná z tohoto ukazatele. Ekonomická teorie pracuje ještě s tzv. ekonomickou přidanou hodnotou (EVA), která však nemá přímou souvislost se mzdovými náklady, neboť vyjadřuje, jakou hodnotu tvoří podnik pro majitele z vloženého kapitálu. (www.tydenik-sondy.cz)

Přidaná hodnota reprezentuje „čisté bohatství“ vytvořené firmou. Není hodnotou produkce, protože ta částečně obsahuje prvky materiálu a služeb, které byly nakoupeny externě (zvenku) a které tedy představují tvorbu bohatství vytvořené jiným podnikem. V podstatě jde o peněžně vyjádřenou hodnotu výkonů, které podnikatelský subjekt vložil do obchodní a výrobní činnosti po očištění od dodavatelsky pořízeného materiálu, surovin, energie, služeb a podobně. (www.tydenik-sondy.cz)

Pro spravedlivé rozdělování vytvořené přidané hodnoty musí být brán v úvahu počet zaměstnanců, konkrétně pak průměrný přepočtený stav zaměstnanců vyjádřený v odpracovaných hodinách (OH) v příslušném sledovaném období. **Vydělením absolutní výše účetní přidané hodnoty počtem zaměstnanců**, dostáváme ukazatel produktivita práce z přidané hodnoty.

Ukazatel produktivita práce z přidané hodnoty říká, jak velkou přidanou hodnotu v penězích vyrobil v hodnoceném období jeden zaměstnanec firmy, případně jak velká PH byla vytvořena na 1 odpracovanou hodinu. (www.t-i.cz)

Čím méně bude zaměstnanců, kteří se na přidané hodnotě podíleli, tím vyšší bude produktivita práce. Proto nižší počet zaměstnanců musí zákonitě vydat vyšší výkony. Avšak úspory pracovníků mají své meze. Po rozumném zeštíhlování se musí hledat rezervy v plánování, organizování a kontrole práce. Musí nastupovat inovace technologií, inovace postupů, logistiky a vůbec všech procesů. Musí neustále docházet ke kontinuálnímu zlepšování všeho, co lze zlepšit. (www.t-i.cz)

2. Podstata ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomická přidaná hodnota (economic value added) se prosazuje v ekonomické teorii. Autory této metody jsou Američané Stewart a Stern. Stewart definoval Economic Value Added (EVA) jako „operating profits less the cost of all capital employed to produce those earnings“, tj. jako operativní zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku.

Nežli přistoupíme k samotnému vysvětlení pojmu ukazatele EVA, je třeba vymezit si pár základních pojmů. Rozlišovat mezi **ziskem, který vykazuje účetnictví**, a tzv. **ekonomickým ziskem**. Ekonomický zisk nastává tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to především náklady na vlastní kapitál.

Vymezit pojmy operativní či provozní a neoperativní či neprovozní podnikatelské činnosti. **Operativní činnosti** – činnosti, které slouží základnímu podnikatelskému účelu. **Neoperativní činnosti** – činnosti, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Aktiva, která slouží operativní činnosti – **Operativní aktiva (operating assets)**. Ostatní aktiva = **Neoperativní aktiva**. (Mařík, Maříková, 2001)

2.1. Ukazatel EVA

Ekonomická přidaná hodnota EVA je hodnota, kterou lze použít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Je v podstatě ukazatelem výnosnosti, který překonává nedostatky ostatních ukazatelů, jako jsou např. ukazatele rentability (ROE, ROA,...). (Mařík, 2003)

Ukazatel EVA je odrazem snahy investorů odkrýt ty podniky, které by byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství. (Kislingerová, 1999)

Zavedení ekonomické přidané hodnoty bylo vyvoláno potřebou najít ekonomický ukazatel, který by:

- vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií, tato vazba by měla být prokazatelná statistickými výpočty,
- umožňoval by využít co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím,
- překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost,

- umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i oceňování podniku. (Mařík, 2003)

Pojetí ukazatele EVA vychází z téze, že vložený kapitál, vyjádřený účetní hodnotou vloženého vlastního kapitálu, by měl plodit alespoň požadovanou ziskovou výnosnost tak, aby se skutečná výnosnost (rentabilita vlastního kapitálu) rovnala požadované ziskové výnosnosti. Srovnáním těchto výnosností se zjistí, zda v daném podniku dochází k průměrnému či nadnormálnímu nebo podnormálnímu zhodnocení vloženého vlastního kapitálu. (Grünwald, Holečková, 2009)

Ukazatel EVA (economic value added) je chápán jako výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. (Mařík, Maříková, 2001)

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

EVA může být číslo kladné, záporné, popř. nula. Hodnocení finančního řízení podniku je kladné, když je EVA kladné číslo => podnik vytváří nadzisk. Negativní, je-li EVA záporná. (Mařík, Maříková, 2001)

Pro lepší pochopení výpočtu ukazatele EVA si v další části práce přiblížíme jednotlivé parametry výpočtu tohoto ukazatele.

2.2. Charakteristika základních položek EVA

V této podkapitole jdou podrobněji vymezeny jednotlivé komponenty ukazatele EVA.

2.2.1. Capital = Operativní aktiva (NOA)

Ukazatel zahrnuje kapitál vázaný v aktivech, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. Aktiva jsou upravována o řadu položek - např. o náklady na výzkum a vývoj. Hodnota kapitálu je většinou počítána z počátečních hodnot hospodářského období vzhledem ke sledovanému období.

Capital je také někdy označován též **NOA (net operating assets – čistá operační aktiva)**. Musí být však zachována vazba mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti, tj. NOPAT by měl obsahovat ty náklady a výnosy, které souvisí s aktivy, které jsou součástí NOA. (Grünwald, Holečková, 2009)

Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha. Je nutné **provést několik úprav**. Jednotlivé úpravy vždy budou záviset na konkrétní situaci podniku a na odborném posouzení analytika.

1) Vydělení neoperativních aktiv z celkových aktiv

Dále jsou uvedeny jednotlivé položky, které by měly být vypuštěny z aktiv vykazovaných v účetnictví, podle M. Maříka v knize Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku.

- a) **Finanční majetek**, to jsou peníze, účty v bankách, krátkodobý finanční majetek.
- b) **Finanční investice**. Zahrnují podílové CP a vklady v podnicích s rozhodujícím vlivem, podílové CP a vklady v podnicích s podstatným vlivem, ostatní investiční CP a vklady, ostatní půjčky s dobou splatnosti delší než 1 rok, soubory movitých a nemovitých věcí pronajatých jako celek.
- c) **Vlastní akcie**, které jsou vyloučeny z vlastního jmění, by neměly být součástí NOA.
- d) **Nedokončené investice**. Tento druh majetku je obvykle pro provoz potřebný, ale není - li k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků, z NOA ho vylučujeme.
- e) **Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**. Jimi jsou myšleny nevyužité či pronajaté pozemky a budovy. (Mařík, 2001)

2) Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

Snížením aktiv o neúročený cizí kapitál je myšleno vyloučení všech finančních nákladů z operativního hospodářského výsledku.

Hlavní součástí krátkodobých závazků jsou dodavatelské úvěry. Tyto úvěry jsou explicitně neúročené, předpokládá se však, že náklady s nimi spojené jsou zahrnovány do nákupních cen, tzn., že operativní hospodářský výsledek je o tyto finanční náklady nižší. (Mařík, 2001)

Tato chyba může být napravena 2 způsoby. Prvním možným způsobem nápravy je **zvýšení NOPAT o implicitní úroky** a druhou možností je **snížení NOA o neúročené závazky**.

Neúročené závazky mají bezprostřední vztah k pohybu peněžních prostředků, platby by měly probíhat do jednoho roku a nevyvolávat žádné přímé úrokové náklady. Do těchto závazků, o které by měla být aktiva snížena, patří:

- krátkodobé závazky - z obchodního styku, ke společníkům a sdružení, k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení, k podnikům s rozhodujícím vlivem, k podnikům s podstatným vlivem, jiné závazky, stát;
- pasivní položky časového rozlišení – výdaje příštích období, výnosy příštích období;
- rezervy, které mají charakter skutečných závazků – např. rezerva na budoucí ztrátu;
- dlouhodobé závazky – dlouhodobé přijaté zálohy. (Mařík, 2003)

3) Aktivace, pokud možno v tržním ocenění, položek, které účetně v aktivech vykazována nejsou

Mezi tyto aktiva jsou řazeny: Finanční leasing, Operativní leasing a nájem a Ekvivalenty vlastního kapitálu.

Finanční leasing tvoří podstatnou část investic a je třeba ho do NOA započítat. Základním problémem je, jak upravit rozvahu nájemce, aby se leasing do NOA započítal.

Podle českých účetních standardů je **rozhodující formálně právní stav věci**, právně je majitelem leasingu pronajímatel, a proto je účetně vykazován u něho. Oproti tomu podle Mezinárodního standardu by měl být **rozhodující pohled ekonomický**, kdy ekonomické užitky a rizika finančního leasingu nese nájemce. (Mařík, 2003)

Operativní leasing a nájem jsou jen formou cizího financování podnikové činnosti. Je tedy třeba zvážit, zda jsou používaná kritéria pro odlišování finančního a operativního leasingu vhodná k rozhodování o aktivaci majetku. K tomu by měla posloužit **definice aktiv dle Mezinárodních účetních standardů**.

Dle definice Mezinárodních účetních standardů je aktivum důsledkem minulých transakcí nebo jiných událostí. Dále aktiva definuje jako ztělesnění určitého potenciálu

užitku, který spočívá především v tom, že přímo nebo nepřímo ovlivňují tok peněžních prostředků ve prospěch podniku a tedy jsou nebo v budoucnu ***mohou být zdrojem ekonomického užítku.*** (Mařík, 2003)

Tento budoucí užitek nastane s dostatečně velkou pravděpodobností. Pro zachycení aktiva v účetní závěrce není podstatné, zda máme k aktivu vlastnické právo, ale to, zda máme pod kontrolou užítky z tohoto aktiva. Je možné dostatečně spolehlivě toto aktivum ocenit. (Mařík, 2003)

Z výše uvedeného tedy vyplývá, že pronajaté objekty by měly být řazeny do aktiv.

Ekvivalenty vlastního kapitálu jsou důsledkem oceňování aktiv z pohledu vlastníka. Je třeba je počítat s rozdílem oproti ocenění v účetnictví. Jedná se o ***Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv, Oceňovací rozdíly v investičním majetku, Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky, Goodwill, Tiché rezervy.*** (Mařík, 2003)

4) Vyloučení mimořádných položek

Tato úprava NOA souvisí s požadavkem, z rozvahy vyloučit mimořádné výnosy a náklady z výsledků hospodaření, a tím pádem i z kumulovaných výsledků hospodaření v rozvaze. (Mařík, Maříková, 2001; Mařík 2003)

2.2.2. Hospodářský výsledek (NOPAT)

NOPAT (net operating profit after teaxes) = zisk z operativní činnosti podniku po odečtu upravených daní. Úpravy daní se provádí vyloučením vlivu neprovozních nákladů a výnosů; výpočtem daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem; vyloučením latentních daní, pokud jsou účtovány na úrovni koncernu.

$$NOPAT = Z + Ux(1-d)$$

Z – skutečný zisk po zdanění

U – úrokové náklady

d – sazba daně z příjmů

(Grünwald, Holečková, 2009)

Při určování operativního hospodářského výsledku je nutné dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Tzn., pokud jsou určitá aktiva a činnosti zahrnuty do NOA, pak by jejich náklady a výnosy měly být zařazeny do NOPAT.

Důležité je určit, zda vzít z účetnictví za základ hospodářský výsledek z běžné činnosti nebo hospodářský výsledek provozní.

V této práci budeme brát v úvahu hospodářský výsledek z běžné činnosti, který zahrnuje provozní hospodářský výsledek a hospodářský výsledek z finančních operací.

Obdobně jako u určení NOA je třeba provést několik základních změn a úprav.

1) Vyloučení placených úroků z finančních nákladů

Vyloučeny jsou splatné úroky z finančních nákladů, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách; tyto úroky přičteme zpět k hospodářskému výsledku. Velikost těchto úroků získáme buď přímo, pokud můžeme použít aktivaci předmětů pronajatých na leasing a odpovídajících závazků metodou „pořízení na úvěr“, anebo odhadem. (Mařík, 2003)

2) Vyloučení mimořádných položek z hospodářského výsledku

Mimořádné položky z hospodářského výsledku vyloučíme buď *volbou výchozího hospodářského výsledku na úrovni běžné činnosti*, kdy vyloučíme některé položky, které tvoří součást účetních mimořádných výnosů a nákladů. A těmi jsou změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody a nároky na jejich náhradu, ostatní mimořádné náklady.

Druhou možností jak vyloučit mimořádné položky z *hospodářského výsledku* je *vyloučit i ty mimořádné položky v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat, a které by měly být, z hlediska posuzování schopností podniku tvořit hodnotu, vyloučeny*. V tomto případě hovoříme o nákladech na restrukturalizaci, o prodeji investičního majetku, o rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucích výnosů, o mimořádných odpisech majetku. (Mařík, 2003)

3) Započítání vlivu změn vlastního kapitálu

Při této úpravě NOPAT se zkoumá vliv *aktivace nákladů investiční povahy*, kterými jsou náklady na výzkum a vývoj. Dalším ovlivňujícím faktorem jsou *odpisy*, jež se upravují podle toho, jak je v rozvaze vykazován goodwill. Dále je bráno v potaz *zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky*. V neposlední řadě nesmíme zapomenout na *vyloučení tvorby a čerpání tichých rezerv*, pokud ovlivnily hospodářský výsledek. (Mařík, 2003)

4) Posouzení, do jaké míry mají finanční investice a krátkodobý finanční majetek operativní charakter

Úpravou daní se zjistí tzv. upravená daň = teoretická daň, která by byla vyplacena z operativního hospodářského výsledku. Propočet této daně můžeme provést 2 způsoby.

Prvním propočtem získáme skutečnou daňovou sazbu tak, že vydělíme splatnou daň účetním hospodářským výsledkem, NOPAT pak vynásobíme skutečnou sazbou.

Při druhém způsobu výpočtu vyjdeme ze splatné daně pro daný rok a snížíme nebo zvýšíme ji o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky. (Mařík, 2003)

2.2.3. Průměrné vážené náklady kapitálu

WACC (weighted average cost of capital) vyjadřují sazbu nákladů kapitálu. Ukazatel WACC je stanoven pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu.

$$WACC = r_d * (1 - d) * D/V + r_e * E/V, kde$$

r_e – požadovaná rentabilita vlastního kapitálu,

r_d – průměrná úroková míra z úročených dluhů,

$V = D + E$

D – cizí zdroje bez neúročených dluhů CZ – KZ,

E – vlastní kapitál VK. (Grünwald, Holečková, 2009)

Sazba nákladů kapitálu plní při výpočtu EVA a jejím použití dvě základní funkce. Za prvé určuje minimální rentabilitu kapitálu a za druhé je základnou pro diskontování budoucích EVA při oceňování podniku.

WACC závisí na užití zdrojů v podnikatelských aktivitách, druhotně na zdroji. Podniky, které dokáží s vyšší mírou efektivnosti využít poskytnuté vlastní a cizí zdroje, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál. (Mařík, 1998)

Při **určování nákladů** kapitálu je nutné rozlišovat **tři případy**:

- EVA entity,
- EVA equity,
- EVA – APV.

EVA entity je základní případ. NOPAT zahrnuje jak hospodářský výsledek použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu.

EVA equity, v tomto případě budou nároky, a tedy diskontní míra, vyjádřeny pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. NOPAT však v tomto případě musí být snížen o placené úroky.

EVA – APV se používá nejméně často. Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, ale při nulovém zadlužení podniku.

Pro stanovení samotných průměrných vážených nákladů kapitálu se používají čtyři postupové kroky. Určení váhy jednotlivých složek kapitálu, určení nákladů na cizí kapitál, určení nákladů na vlastní kapitál, vypočítat WACC, případné další úpravy. (Mařík, 2003)

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Doporučuje se, aby při určení vah bylo využito vyjádření v tržních hodnotách, tj. tržní kapitalizace vlastního kapitálu (E) a cizích zdrojů (D) na celkové tržní hodnotě daného podniku ($E+D=V$).

Výpočet vah: $I = E/V + D/V$

V praxi se doporučuje, aby byla použita tzv. cílová struktura kapitálu. Ta může být odvozena několika způsoby.

Prvním způsobem odhadneme, jaká je asi současná kapitálová struktura v tržní hodnotě.

Dále se pokusíme zjistit, jaká je kapitálová struktura srovnatelných společností počítána z tržních cen.

Za třetí zjistíme, jakou kapitálovou strukturu by současné vedení požadovalo za žádoucí.

A naposledy se případně můžeme pokusit přiblížit se optimální struktuře kapitálu pro oceňovaný podnik. (Mařík, 1998), (Kislingerová, 1999)

2. Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se určí nejlépe jako vážený aritmetický průměr. Východiskem je stávající struktura cizích zdrojů. Informace jsou čerpány především z účetního výkazu rozvaha, jedná se o následující položky:

- dluhopisy (obligace),
- dlouhodobé bankovní úvěry,
- běžné bankovní úvěry,
- finanční výpomoci.

Aby byl obraz cizích zdrojů úplný, je nezbytné tyto položky rozšířit o tzv. mimobilanční položky:

- komplexní pronájem,
- finanční leasing,
- ostatní úročné závazky.

Součet všech uvedených položek rozvahy a ostatních cizích zdrojů tvoří cizí zdroje podniku celkem.

Z celkového objemu cizích zdrojů vylučujeme ty kapitálové složky, ze kterých podnik „neplatí žádnou cenu“, tj. nevzniká náklad, úrok. (Kislingerová, 1999), (Mařík, Maříková, 2001)

3. Určení nákladů na vlastní kapitál

U nákladů na vlastní kapitál nejsou na rozdíl od nákladů na cizí kapitál dohodnuty pevné platby. Náklady tvoří dividendy akciových společností či podíly na zisku u jiných právních forem společností. Podniky v České republice obvykle žádné dividendy nevyplácejí. Objevuje se tedy otázka „Proč se odhadují náklady na vlastní kapitál?“

Odhad nákladů vlastního kapitálu vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí.

Koncept vlastních nákladů má 2 polohy. **Náklady kapitálu na finanční náklad**, mezi něž patří dividendy, náklady na zvyšování kapitálu, náklady plynoucí z likvidace podniku. **Náklady kapitálu jako náklady příležitosti** – náklady z pohledu vlastníka (investora), zodpovídají otázku „Jaký výnos by investor mohl docílit při stejném riziku, pokud by investoval mimo oceňovaný podnik?“ (Mařík, 2001)

Abychom mohli *kalkulovat výnosnost přiměřenou riziku*, rozkládáme náklady kapitálu na 2 části.

První část tvoří náklady odpovídající požadované odměně za odklad spotřeby, případně za ztráty, které byly při tomto odkladu způsobeny růstem cen.

Druhá část zahrnuje náklady odpovídající výši přijatého rizika. Pro tyto případy rozlišujeme riziko obchodní a finanční.

Obchodní riziko (business risk) *zahrnuje předpokládanou nestabilitu*, která může být způsobena výkyvy v poptávce, měnovými faktory, vývojem konkurence; *tzv. provozní páku (operating leverage)* => při výkyvech obratu se náklady nemohou změnit ve stejném rozsahu, neboť část nákladů je fixní.

$$\text{Obchodní riziko} = \text{NOPAT/NOA}$$

Finanční riziko se *vyjadřuje finanční pákou „financial leverage“*, kde základním faktorem rizika je míra zadlužení. Je známo, že pokud je rentabilita aktiv vyšší než náklady na cizí kapitál, pak s rostoucí mírou zadlužení roste i rentabilita vlastního kapitálu. (Mařík, 2001)

2.3. Metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál

Mezi tyto modely jsou řazeny: Gordonův růstový model, model CAPM, model APT, stavebnicovou metodu, analýzu rizika, dividendový model, ostatní modely (tržní model, průměrná rentabilita, odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu).

2.3.1. Gordonův růstový model

Tento model naráží v praxi na nedostatky. Gordonův růstový model je použitelný pouze pro ohodnocování těch akcií, jejichž růstová míra není vyšší než růstová míra celé ekonomiky – nejlépe se hodí pro ty akciové podniky, které se nachází ve fázi dospělosti, přičemž současně vyplácejí volné cash-flow ve formě dividend.

$$r_e = (\text{dividenda}_{t+1} / \text{cena akcie}_t) + g$$

kde: r_e – požadovaná míra výnosu akcionářů,

g – tempo růstu dividend.

Gordonův model je velmi jednoduchým přístupem, ale je značně citlivý na vstupní výdaje, které se týkají růstové míry. Vychází se zde z předpokladu, že společnost má konstantní očekávanou míru růstu dividend. Většina firem ale prochází životním cyklem, v němž je jejich růst nelineární. Růstová míra je zpravidla vyšší v počátečních fázích životního cyklu a později postupně klesá. (www.sweb.cz)

2.3.2 Model CAPM (capital asset pricing model)

Tento model rozděluje celkové riziko na *riziko systematické, tržní*, jedná se např. o riziko sociální, politické, vnitřní a vnější ekonomické riziko; a na *riziko jedinečné, specifické*; jedná se o riziko, které lze vhodným portfoliem diverzifikovat.

Model CAPM tedy ukazuje vztah mezi očekávanou mírou výnosností a systematickým rizikem. (Kislingerová, 2001)

Při použití tohoto modelu se náklady na vlastní kapitál stanoví na základě vzorce:

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

kde: r_e – požadovaná míra výnosu akcionáře,

r_f – **bezriziková úroková míra** – za základ se bere tzv. bezrizikový výnos, který je spojován s výnosem státních obligací,

$(r_m - r_f)$ – prémie za riziko akcionáře – stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem r_m a bezrizikovou mírou výnosu r_f ,

β je systematické riziko. (Kislingerová,2001)

Systematické riziko vyjadřuje citlivost investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia. Riziko je určeno na základě analýzy obchodního a finančního rizika.

$$\beta = 1 + OR \text{ (obchodní riziko)} + FR \text{ (finanční riziko)}$$

Výši **finančního rizika** získáme dle následujícího postupu. Stanovíme si zadluženost podniku, na základě vzorce = cizí zdroje / aktiva. K výsledné hodnotě zadluženosti podniku přiřadíme hodnotu finančního rizika, dle následující tabulky:

Tab. 3: Vyjádření finančního rizika

Zadlužení společnosti v %	Hodnota finančního rizika
0	-0,2
20	-0,1
40	0
60	0,1
80	0,2
100	0,3
120	0,4
140	0,5

Zdroj: Mařík, M., Určování hodnoty firem, 1998

Výše **obchodního rizika** je ovlivněna podílem fixního majetku na celkových aktivech podniku. Vyšší míru obchodního rizika tedy charakterizuje: pokud je podíl fixního majetku vyšší, tzn. vyšší podíl na fixních nákladech. Na základě takto zjištěných hodnot zařadíme podnik do jedné z 5 - ti tříd systematického obchodního rizika. (Mařík, 1998)

Tab. 4: Obchodní riziko

Třída systematického obchodního rizika	Obchodní riziko
1	-0,5
2	-0,25
3	0
4	0,25
5	0,5

Zdroj: Mařík, M., Určování hodnoty firem, 1988

Pro stanovení **prémie za riziko** lze využít ratingové hodnocení. Bude se jednat o rating celé země, na jejímž teritoriu funguje kapitálový trh. Pak platí, že pro nejvyšší ratingové hodnocení firmy S & P se počítá základní prémie za riziko akcionáře ve výši 5,5%. Tato prémie se řídí ratingem země, tj. v případě horšího ratingového stupně se k této základní historické prémii připočítá dodatečná prémie. Tato dodatečná prémie vyjadřuje zvýšenou míru rizika pro investora. (Kislingerová,2001)

Ve vztahu k České republice plyne následující geneze ratingu, dle firmy S & P:

Tab. 5: Hodnocení ratingu státu

1.	28. července 1993	stupeň BBB
2.	18. července 1994	stupeň BBB +
3.	7. listopadu 1995	stupeň A
4.	30. června 1998	stupeň A
5.	5. listopadu 1998	stupeň A -

Zdroj: Kislingerová,2001

Tento ratingový stupeň platí do současnosti. Investoři přicházející do České republiky očekávající základní prémii 5,5% zvýšenou o dodatečnou prémii za riziko ve výši 1,7 %, tj. $r_m = 7,2\%$. (Kislingerová,2001)

2.3.3. Model arbitrážního oceňování (APT – arbitrage pricing Theory)

Jedná se o modernější teorii modelu CAPM. Je náročnější na vstupní informace a je dobrým nástrojem pro vysvětlení očekávaných výnosů za předpokladu, že:

- můžeme identifikovat omezený počet makroekonomických faktorů,
- můžeme měřit prémii za očekávané riziko pro jednotlivé faktory,
- můžeme měřit citlivost každé akcie na jednotlivé faktory. (Mařík, 2001)

2.3.4. Stavebnicová metoda (build up model)

Alternativní náklad vlastního kapitálu r_e můžeme vyjádřit jako součet bezrizikového aktiva a premie za riziko.

$$\mathbf{r_e = r_f + PR, \text{ kde}}$$

r_f -> výnosnost bezrizikového aktiva,

PR -> premie za riziko.

$$\mathbf{PR = r_{LA} + r_p, \text{ kde}}$$

r_{LA} je riziková přírážka za nižší likvidnost akcie na trhu,

r_p je riziková přírážka za neperspektivnost firmy. (Neumaier, Neumaierová, 2002)

Při hledání způsobu kvantifikace r_e je potřeba zabývat se kritérii pro určení rizikových přírážek, resp. faktory ovlivňujícími riziko.

Stavebnicový model propočtu r_e poté může formulovat jako:

$$\mathbf{r_e = r_f + r_{LA} + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}}, \text{ kde}}$$

r_f je výnosnost bezrizikového aktiva (= výnosnost 5 - letých státních dluhopisů),

r_{LA} je riziková přírážka za nižší likvidnost akcie na trhu,

r_{podnik} je riziková přírážka za výši podnikatelského rizika,

r_{finstr} je riziková přírážka plynoucí z kapitálové struktury.

r_{finstab} je přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky. (Neumaier, Neumaierová, 2002)

Chceme-li sestavit „nejjednodušší model kalkulace rizikových přírážek, musíme z každé skupiny ukazatelů vybrat ten nejlepší, tedy ten, který je v hierarchii ukazatelů dané skupiny nejvýše.

O **rizikové přírážce za nedostatečnou likvidnost akcie (r_{LA})** nám vypovídají ukazatele charakterizující velikost podniku. Konkrétně ukazatel – **Vlastní kapitál celkem**. (Neumaier, Neumaierová, 2002)

Přírážku za riziko nedostatečné likvidnosti akcie stanovíme na základě následujícího postupu: je-li vlastní kapitál > 3 mld. Kč (X_1), pak $r_{\text{LA}} = 0$. Je-li VK < 100 mil. Kč, pak je přírážka 5%. Je-li 100 mil. Kč < VK < 3 mld. Kč, použije se propočít:

$$r_{\text{LA}} = (X_1 - 1)^2 / 168,2.$$

Pro vyjádření **přírážky za výši podnikatelského rizika (r_{podnik})** se využívá ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly -> **EBIT/aktiva**.

Hodnota přírážky za výši podnikatelského rizika, pokud platí:

$(\text{EBIT} / A) > [(U / BU + O) * (VK + BU + O / A)]$, potom je hodnota přírážky za podnikatelské riziko minimální.

Minimum $r_{\text{podnik}} = \text{EBIT} / A \Rightarrow X_1$,

položíme $X_1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{U}{BU + O}$.

Potom pokud $\frac{\text{EBIT}}{A} > X_1 \Rightarrow r_{\text{podnik}} = 0\%$,

pokud $\frac{\text{EBIT}}{A} < 0 \Rightarrow r_{\text{podnik}} = 10\%$,

pokud $0 < \frac{\text{EBIT}}{A} < X_1$, potom

$r_{\text{podnik}} = [(X_1 - \text{EBIT}/A)^2 / (10 * X_1^2)]$. (Neumaier, Neumaierová, 2002)

Přirážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky (r_{finstab}), používáme ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy – **celkovou likviditou.**

Je-li běžná likvidita firmy $> X_1$, pak je přirážka minimální. X_1 = maximum, doporučená hodnota. Doporučovaná hodnota pro ukazatel celkové likvidity je 1,5 – 2,8. Je-li běžná likvidita firmy < 1 , pak je přirážka za riziko 10%. Je-li $1 <$ běžná likvidita firmy $< X_1$, je použit vzorec:

$$r_{\text{finstab}} = (X_1 - L3)^2 / [10 * (X_1 - 1)^2].$$

Přirážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury (r_{finstr}) je odvozena z úrovně úrokového krytí EBIT/nákladové úroky. Pokud bude ukazatel úrokového krytí > 3 , přirážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury bude mít hodnotu 0%. Bude-li výše úrokové krytí < 1 , bude r_{finstr} 10%. Pokud platí vztah: $1 <$ úrokové krytí < 3 , potom hodnotu rizika vypočítáme na základě vztahu:

$$10 * [1((\text{EBIT}/\text{NÚ}) - 1) / 2]. \text{ (Neumaier, Neumaierová, 2002)}$$

2.3.5. Dividendový model

Používá se pro oceňování akcií. Je založen na představě, že akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie můžeme očekávat v budoucnu a současné hodnoty prodejní ceny za „n“ let. (Kislingerová, 1999), (Mařík, 2003)

$$SH_A = \sum [D_t / (1+i_p)^t] + [P_n / (1+i_p)^n], \text{ kde}$$

SH_A -> současná hodnota akcie,

D_t -> dividendy v jednotlivých letech,

P_n -> prodejní cena akcie za n let,

i_p = požadovaná výnosnost akcie.

Ze vzorce vyplývá, že tento model není použitelný u společností, které nevyplácejí dividendy. (Mařík, 2003)

3. Vyjádření ukazatele EVA

Podle názoru mnoha autorů má ukazatel EVA lepší vypovídací schopnost o výnosnosti podniku, než ostatní klasické ukazatele, jako jsou např. hospodářský výsledek, zisk na akcii, zisk/obrat, ROE, ROI,....

3.1. Ukazatel EVA v absolutním vyjádření

Ekonomickou přidanou hodnotu lze vyjádřit následovně:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK, \text{ kde}$$

VK je vlastní kapitál,

ROE je rentabilita vlastního kapitálu,

r_e je alternativní náklad vlastního kapitálu.

Výraz $(ROE - r_e)$ je tzn. **Spread**. Pro vlastníka je žádoucí, aby hodnota Spread byla co největší, minimálně by měla být kladná. Pouze v tomto případě, přinášejí vlastníkově investice do firmy více, než by mu vynesly alternativní investice.

Pokud si za ROE dosadíme výpočet tohoto ukazatele: $ROE = \check{C}Z/VK$, kde

$\check{C}Z$ je čistý zisk,

a poté vzorec roznásobíme, získáme vzorec pro výpočet EVA:

$$EVA = \check{C}Z - VK * r_e, \text{ kde}$$

$VK * r_e$ je výše nákladů na vlastní kapitál v absolutním vyjádření. (Neumaierová, Neumaier, 2002)

Ukazatel EVA lze vyjádřit jako plochu obdélníčku, kdy na osách jsou promítnuty proměnné VK a spread.

Obrázek č. 1



Vzhledem k tomu, že je absolutní veličinou, není vhodná pro srovnávání výkonnosti firem. Pro srovnání je nutné vztáhnout dosaženou hodnotu EVA k výši vlastního kapitálu firmy. Spread je tedy velmi důležitou veličinou pro srovnání výkonnosti firem. Do jeho hodnoty se promítne vliv kapitálové struktury. (Neumaierová, Neumaier, 2002)

Určitý problém spatřují různí autoři právě v tom, že ukazatel EVA je ukazatel absolutní, ovlivněný velikostí podniku. Proto byly navrženy i ukazatele relativní, které je možno využít k srovnání mezi podniky.

3.2. Vyjádření ukazatele EVA pomocí vzorce nákladů na kapitál („Capital Charge“)

Operativní ekonomický zisk = operativní zisk – celkový náklad na kapitál

Celkový náklad na kapitál = součin velikosti operativních aktiv a průměrných vážených nákladů kapitálu. (Mařík, Maříková, 2001)

3.3. Hodnotového rozpětí („Value Spread“)

Hodnotové rozpětí = EVA / NOA

$$= (NOPAT - WACC * NOA) / NOA$$

$$= (NOPAT / NOA) - (WACC * NOA / NOA)$$

$$= r - WACC$$

kde: r = rentabilita čistých operativních aktiv.

Hodnotové rozpětí je rozhodující veličina k hodnocení výnosnosti kapitálu upravené o riziko. Pomocí ukazatele můžeme srovnávat mezi sebou podniky s rozdílnou – velikostí, vybavením kapitálu, kapitálovou strukturou, rizikovostí.

Problémem je však srovnávání podniků, které jsou náročné na nasazení živé práce, a podniků s intenzivním nasazením kapitálu. (Mařík, 2001)

Specialisté Business London Schooll navrhli řešení tohoto problému, relativní EVA.

3.4. Relativní EVA podle London Business Schooll

Relativní ukazatel EVA vypočteme tak, že EV A vydělíme součtem osobních nákladů a celkových nákladů kapitálu.

$$\frac{\text{EVA}}{\text{Osobní náklady} + WACC * NOA}$$

Tento ukazatel nám tedy umožňuje porovnávat mezi sebou i ty podniky, které mají různou pracovní a kapitálovou intenzitu.

Relativní EVA udává, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty v podniku. (Mařík, 2001)

3.5. EVA – ROS (Return on sales – rentabilita tržeb)

EVA – ROS je relativní ukazatel, kterým lze vyjádřit EVA. Je vztažený k dosaženému obratu. Vycházíme jen z provozního hospodářského výsledku (NOPAT), dostaneme jakousi provozní ziskovou marži, která má lepší vypovídací schopnost než klasická rentabilita obratu.

$$\frac{\text{EVA}}{\text{Obrat}} \quad (\text{Mařík, Maříková, 2001}).$$

3.6. Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA

Jednou z dalších možností výpočtu ukazatele EVA, je právě zmíněný Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. Tento systém je používán Ministerstvem průmyslu a obchodu. Majitelé firem si mohou online, na internetu, zjistit, jak si stojí jejich firma vůči ostatním v odvětví.

„Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA je výsledkem spolupráce státní správy (Ministerstva průmyslu a obchodu) s akademickou sférou (Vysokou školou ekonomickou). Tento systém slouží podnikům k ověření jejich finančního zdraví a porovnání jejich výsledků nejlepšími firmami v odvětví, nebo průměrem za odvětví. Slouží k identifikaci hlavních předností firmy a nejpálčivějších problémů, které pomůže odhalit a tím představuje první krok k jejich řešení. Je východiskem pro formování a určení podnikové strategie.“ (www.mpo.cz)

4. Ekonomická přidaná hodnota resp. účetní přidaná hodnota jako měřítko výkonnosti

V současné praxi bývá považována za hlavní výnosovou metodu pro oceňování podniku metoda diskontovaných peněžních toků. Tento přístup z hlediska teorie nejpřesněji odpovídá ekonomickému vymezení hodnoty aktiva jakou současné hodnoty očekávaných budoucích užiteků z tohoto aktiva.

Výnosové ocenění založené na ukazateli EVA nám poskytne stejné výsledné ocenění podniku. Metoda EVA se zatím teprve začíná prosazovat. (Mařík,2005)

4.1. Možnosti využití ukazatele EVA

Ukazatel EVA, nástroj pro měření a řízení výkonnosti podniku, lze také využít jako nástroj pro:

- řízení a motivování zaměstnanců,
- oceňování podniku,
- hodnocení investičních projektů. (Mařík, 2005)

4.1.1. Řízení a motivování zaměstnanců

Odměňování manažerů (ale i dalších zaměstnanců) patří k významné součásti každého podniku a to zejména z důvodu, že cíle vlastníků a manažerů (zaměstnanců) podniku se mohou odlišovat. Cílem vlastníka je maximalizace tržní hodnoty podniku. Cílem manažera (zaměstnance) je pak maximalizace hodnoty, avšak pro něho samotného. V praxi je ovšem nutné sladit jejich cíle. Ideální cestou je, když manažer má prospěch ze zvyšování hodnoty pro vlastníka; pak lze očekávat, že jeho rozhodnutí budou v souladu s cíli vlastníka. (Knápková, Pavelková,2005)

Základní princip tohoto systému spočívá v tom, že zaměstnanci jsou zainteresováni na maximalizaci ukazatele EVA pomocí bonusu. Tento bonus je obvykle vázán na tři parametry:

- celkovou výši EVA v daném útvaru,
- přírůstek EVA,
- doplňkové individuální parametry, kterými mohou být buď určité ukazatele, nebo subjektivní hodnocení pracovníka ze strany vedoucího. (Mařík, 2005)

Tyto parametry pak mívají při stanovení bonusu různou váhu. Faktor individuální parametry je spíše doplňkový a jeho váha obvykle nepřekračuje 20%, spíše může být nižší.

Parametrům – celková výše EVA a přírůstek EVA, může být přiřazena váha podle konkrétní situace. V případě, kdy je EVA záporná, je rozumné dát největší váhu parametru - přírůstek EVA. Naopak u velkých, zavedených firem s kladnou EVA může být její další navyšování velmi obtížné. V tomto případě je lepší dát větší váhu parametru - celková výše EVA. (Mařík, 2005)

Přednosti systému oproti klasickým pobídkovým systémům můžeme vidět ve dvou oblastech.

Jedná se o ukazatel, který lze z běžných údajů průběžně sledovat a zároveň je přímo propojený s hodnotou firmy. Pokud je tedy pracovník zainteresován na zvyšování EVA, bude pravděpodobně přímo přispívat k růstu hodnoty firmy. (Mařík, 2005)

Tradiční systémy bonusů jsou vytvářeny tak, že se stanoví, při jakém minimálním plnění stanovených ukazatelů získají zaměstnanci bonus. Tento bonus pak může narůstat při vyšším splnění ukazatelů, ale jen do určité horní meze. Důsledkem je, že zaměstnanci nejsou zainteresováni na vyšším plnění nad horní mez, neboť odměna již nenarůstá. Když naopak vidí, že nedosáhnou ani dolní hranice pro získání bonusu, raději si vytvoří rezervu pro příští rok a v daném roce vykáží výsledky ještě horší, než by musely být.

Naproti tomu systém EVA bonusů nemívá žádné limity stanovené. To je možné právě proto, že růst EVA přímo ukazuje na růst hodnoty podniku a je tedy možné se podělit se zaměstnanci o tento přírůstek. Na druhé straně však tyto bonusy nejsou omezeny ani zdola. (Mařík, 2005)

4.1.2. Oceňování podniku

Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku.

Platí:

Tržní hodnota podniku = investovaný kapitál + současná hodnota budoucích EVA

Budoucí EVA lze odvodit následujícím způsobem:

Dosažená úroveň EVA + očekávané zvýšení (případně snížení) současné výše EVA

Platí:

Tržní hodnota podniku = Investovaný kapitál + EVA/WACC + Současná hodnota očekávaných změn EVA

Z uvedeného je evidentní, že pokud podnik chce, aby rostla jeho tržní hodnota, musí se snažit o dosažení co nejvyšší ekonomické přidané hodnoty v běžném roce i o vytvoření růstových příležitostí. (Knápková, Pavelková, 2005)

Při použití ukazatele EVA jako nástroje pro oceňování podniku, jak již bylo zmíněno výše, můžeme hovořit o použití tří základních metod:

- metoda Entity (tj. metoda brutto),
- metoda Equity (tj. metoda netto),
- metoda APV (adjusted present value – upravená současná hodnota). (Mařík, 2003)

4.1.2.1. EVA Entity

V praxi nejvyužívanější metoda. Pro dosažení správného výsledku je nezbytné, aby byly náklady kapitálu počítány z tržních hodnot vlastního a případně i cizího kapitálu. Tento krok je obvykle řešen odhadem cílové struktury kapitálu v tržních hodnotách. (Mařík, 2005)

Metoda EVA Entity může být vhodná pro ocenění jednotlivých divizí, kdy je obtížné alokovat na jednotlivé divize konkrétní úvěry. V takovém případě je možné v diskontní míře použít strukturu kapitálu pro podnik jako celek a divize ocenit pouze na úrovni brutto (tj. na úrovni aktiv), nikoliv až na úrovni vlastního kapitálu. (Mařík, Maříková, 2005)

$$H_n = NOA_0 + \sum [EVA_t / (1+WACC)^t] + [EVA_{T+1} / WACC * (1+WACC)^T] - CK_0 + A_0,$$

kde

H_n => hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku,

EVA_t => EVA v roce t počítaná metodou entity,

NOA_0 => čistá operační aktiva k datu ocenění,

T => počet let explicitně plánovaných EVA,

$WACC$ => průměrné vážené náklady kapitálu,

CK_0 => hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění,

A_0 => ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, Maříková, 2005)

4.1.2.2. EVA Equity

Rozdíl tohoto ukazatele oproti EVA Entity spočívá ve vyjádření tří základních komponentů. Ty byly předtím vyjádřeny pro vlastníky i věřitele, nyní jsou vyjádřeny pouze pro vlastníky. Jedná se o komponenty NOA, NOPAT a náklady kapitálu.

$$H_n = VK_0 + \sum [EVA_t / (1+n_{VK})^t] + [EVA_{T+1} / n_{VK} * (1+n_{VK})^T] + A_0, \text{ kde}$$

H_n => hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku,

EVA_t => EVA v roce t počítaná metodou equity,

VK_0 => hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění vypočítaná jako $NOA_0 - CK_0$,

N_{VK} => náklady vlastního kapitálu,

A_0 => ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, Maříková, 2005)

NOA , tento ukazatel transformujeme na hodnotu operačních aktiv krytých pouze vlastním kapitálem: $NOA - CK = VK$.

Z $NOPAT$ vyjádříme pouze tu část zisku, která zůstane vlastníkům. Z operačního zisku ještě před zdaněním, který můžeme nazvat jako $NOPBT$ (net operating profit

before tax), odečteme nákladové úroky, a poté zdaníme: $(NOPBT - \text{úroky}) * (1 - d) = EAT$.

Ukazatel kapitálu použijeme pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Nikoliv na úrovni průměrných nákladů kapitálu. (Mařík, Maříková, 2005)

4.1.2.3. EVA APV

Hodnotu podniku vypočítáme jako součet dvou složek, a to **hodnoty celého podniku** při nulovém zadlužení a **současné hodnoty daňových úspor** (tzv. daňového štítu) plynoucích z nákladů cizího kapitálu. Od této hodnoty pak odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu a přičteme případná neoperační aktiva, abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu. (Mařík, Maříková, 2005)

Současná hodnota podniku jako celku

$$NOA_0 + \sum [EVA_t / (1+n_{VK(n)})^t] + [EVA_{T+1} / n_{VK(n)} * (1+n_{VK(n)})^T], \text{ kde}$$

$NOA_0 \Rightarrow$ čistá operační aktiva k datu ocenění,

$EVA_t \Rightarrow$ EVA v roce t počítaná za předpokladu nulového zadlužení podniku,

$n_{VK(n)} \Rightarrow$ náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení podniku.

Současná hodnota daňového štítu

$$\sum [n_{CK} * CK_{t-1} * d / (1+n_{CK})^t] + [n_{CK} * CK_T * d / n_{CK} * (1+n_{CK})^T] - CK_0 + A_0, \text{ kde}$$

$n_{CK} \Rightarrow$ náklady cizího kapitálu (tj. úroková míra),

$d \Rightarrow$ sazba daně z příjmů,

$CK_{t-1} \Rightarrow$ úročené dluhy ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t,

$CK_0 \Rightarrow$ hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

$A_0 \Rightarrow$ neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, Maříková, 2005)

Tato varianta poskytuje kromě výsledného ocenění celkového a vlastního kapitálu další informace. Jaká část hodnoty podniku je generována aktivy a jaká vzniká z daňové úspory. (Mařík, Maříková,2005)

4.1.3. Investiční rozhodování

Koncept EVA lze použít při investičních kalkulacích, kde se tradičně využívá metoda DCF. Celopodnikové zavedení modelu investičních kalkulací na bázi EVA nabízí možnost sjednotit investiční kalkulace napříč celým podnikem, což je výhodné zejména u podniků řízených na základě konceptu EVA. (Knápková, Pavelková, 2005)

5. Charakteristika vybraného podniku z hlediska vývoje účetní přidané hodnoty a ovlivňujících faktorů

Pro praktickou část diplomové práce mi informace poskytla firma, která si nepřeje být zveřejňována. Označíme ji proto fiktivním jménem „Agrospolečnost, s.r.o.“

5.1. Metodika

Cílem diplomové práce je na základě výkazů vybraného podniku zjistit a analyzovat vývoj účetní a ekonomické přidané hodnoty podniku za sledované období 2008 - 2010. Dále se praktická část zabývá identifikací možností zvýšení těchto hodnot v podniku.

Potřebné informace pro provedení analýzy přidaných hodnot jsem čerpala z rozvah a výsledovek Agrospolečnosti, s.r.o., z interních zdrojů a konzultačních setkání s vedením společnosti.

V praktické části diplomové práce, pro analýzu přidaných hodnot, jsem použila následujících vzorců:

- ukazatel rentability aktiv je vyjádřen podílem čistého zisku (výkaz zisku a ztráty ř. 79) a celkových aktiv (rozvaha ř. 01),
- ukazatel rentability vlastního kapitálu je dán poměrem čistého zisku (výkaz zisku a ztráty ř. 79) a vlastního kapitálu (rozvaha ř. 44),
- účetní přidaná hodnota je vyjádřena rozdílem výkonů (výkaz zisku a ztráty ř. 07) a výkonové spotřeby (výkaz zisku a ztráty ř. 09),
- bezriziková úroková míra r_f je vyjádřena na základě výnosnosti 5 – ti letých státních dluhopisů, dostupné z internetových stránek ČNB,
- systematické riziko je vyjádřeno součtem 1 a obchodní rizika a finančního rizika,
- obchodní riziko je stanoveno na základě vlastního uvážení – sledování tržeb a výsledku hospodaření společnosti, čím lepších výsledků bude firma dosahovat, tím vyšší bude hodnota obchodního rizika, na základě uvážení přiřadíme hodnotu OR,

- ukazatel finančního rizika je dán poměrem cizích zdrojů (rozvaha ř. 62) a celkových aktiv (rozvaha ř. 01), výsledná hodnota tohoto poměru je následně vyčíslena procentuálně, na základě zařídění výsledné hodnoty do tabulky finančního rizika dle Maříka, 1998,
- prémie za riziko akcionáře je stanovena na základě ratingového hodnocení firmy,
- požadovaná míra výnosu akcionáře dle modelu CAPM je vypočtena ze součtu bezrizikové úrokové míry a systematického rizika vynásobeného premií akcionáře za riziko,
- průměrné vážené náklady kapitálu dle modelu CAPM vypočteme jako součet dvou součinů; první součin je dán náklady na cizí kapitál (r_d) a poměrem cizích zdrojů k pasivům celkem; druhý součin \rightarrow požadovaná rentabilita vlastního kapitálu násobena podílem vlastního kapitálu k pasivům celkem,
- hodnota celkových pasiv je snížena o krátkodobé závazky,
- riziková přírážka ve výši podnikatelského rizika je vyčíslena dle vztahu EBIT/AKTIVA,
- riziko za nižší likvidnost akcie na trhu je posuzována na základě výše vlastního kapitálu společnosti,
- riziková přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky je dána poměrem oběžných aktiv a krátkodobých závazků, hodnotou okamžité likvidity podniku,
- riziko plynoucí z kapitálové struktury vyjadřuje poměr EBITu a úrokových nákladů,
- požadovaná míra výnosu akcionáře dle stavebnicové metody je poté vyčíslena jako součet výše zmíněných rizik,
- průměrné vážené náklady kapitálu na základě stavebnicové metody stanovíme také jako součet těchto rizik, mimo rizika plynoucího z kapitálové struktury,
- hodnoty ukazatele EVA vypočítané na základě benchmarkingového systému finančních indikátorů INFA, byly vypočítány prostřednictvím kalkulátoru na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu,

- ukazatel účetní přidané hodnoty na jednoho zaměstnance je vypočten jako podíl výše účetní přidané hodnoty a počtu zaměstnanců,
- průměrná úroková míra je vypočtena jako podíl nákladových úroků a úročených zdrojů.

5.2. Charakteristika vybraného podniku

Vybraná společnost „Agrospolečnost, s.r.o.“ vznikla 12. dubna 2006 zápisem do obchodního rejstříku vedeného u Krajského soudu v Plzni. Společnost vznikla z již existující společnosti, která na trhu působila od 2. února 2000, přistoupením jiné společnosti zabývající se též zemědělstvím. Základní kapitál společnosti činil, kde dni zápisu do obchodního rejstříku, 6 100 000 Kč.

Předmětem podnikání je:

- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, mimo zboží na které je třeba zvláštní povolení, v režimu živnosti volné,
- zemědělství, včetně prodeje nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje.

Odborová klasifikace NACE:

- 0150 Smíšené hospodářství
- 0140 Živočišná výroba
- 0110 Pěstování plodin jiných než trvalých
- 4719 Ostatní maloobchod v nespecializovaných prodejnách

5.3. Ukazatele charakterizující podnik

Tab. 6: Ukazatele charakterizující podnik

Položka	2008	2009	2010
Aktiva celkem (v tis. Kč)	25 659	30 602	27 950
Dlouhodobá aktiva (v tis. Kč)	15 062	21 291	20 797
Oběžná aktiva (v tis. Kč)	10 265	9 060	6 988
Zisk před zdaněním (v tis. Kč)	201	1994	879
Rentabilita aktiv (v%)	0,44	5,3	2,66
Rentabilita vlastního kapitálu (v%)	1,55	18,53	8,17

Zdroj: Příloha k účetní závěrce, výkazy společnosti

Z výše uvedených ukazatelů, které charakterizují podnik, je zřejmé, že si nejlépe ve sledovaném období 2008 – 2010 podnik vedl v roce 2009. V tomto roce podnik dosáhl nejvyššího zisku ze sledovaného období. Zisk v roce 2009 byl výrazněji vyšší než v roce 2008 a 2010. V roce 2010 byla výše zisku o 1 115 tis. Kč nižší a v roce 2008 byla nižší dokonce o 1 793 tis. Kč.

Takto rozdílná výše zisku v roce 2009 byla způsobena hlavně schopností firmy výrazně snížit výši svých nákladů. K nejméně výraznějšímu snížení došlo zejména u položek výkonové spotřeby a u položek osobních nákladů.

Ukazatel rentabilita aktiv, pokud na něj nahlížíme z pohledu aktiv, vyjadřuje výnosnost aktiv, tedy jaká část zisku byla vygenerována z investovaného kapitálu. Z pohledu pasiv, rentabilita aktiv, vyjadřuje výsledek hospodaření získaný z peněz od majitelů i věřitelů. Udává, kolik Kč čistého zisku připadá na 1 Kč investovanou do podniku. (www.businessvize.cz)

Z údajů v tabulce vyplývá, že nejvíce rentabilní byl podnik v roce 2009, kdy na 1 Kč vloženého kapitálu připadlo 5,3 % čistého zisku.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje výnosnost vlastního kapitálu. Zjišťuje, zda kapitál přináší dostatečný výnos a zda je využíván s intenzitou odpovídající investičnímu riziku. Z tohoto důvodu je ukazatel zajímavý nejen pro majitele firmy, ale i pro investory. Hodnota ukazatele rentability vlastního kapitálu by

měla být vyšší než výnosnost CP garantovaných státem, aby byl podnik pro investory zajímavý. (www.businessvize.cz)

Nejvyšší rentability vlastního kapitálu dosáhl podnik v roce 2009, kdy výnosnost investovaného kapitálu činila 18,53%.

Po stručné charakteristice podniku je dále práce zaměřena na analýzu vývoje účetní přidané hodnoty a ovlivňujících faktorů.

5.4. Vývoj účetní přidané hodnoty a ovlivňujících faktorů

Při určování účetní přidané hodnoty a ekonomické přidané hodnoty musíme rozlišovat pojmy – ekonomický zisk a účetní čistý zisk, se kterým zde počítáme. Ekonomický zisk (EVA) je nižší než účetní zisk, a to o absolutní hodnotu nákladů na vlastní kapitál.

Je zřejmé, že ekonomická přidaná hodnota reprezentuje odlišný pojem než účetní přidaná hodnota. Účetní přidaná hodnota je jedním z ovlivňujících faktorů EVA.

Účetní přidanou hodnotu vyprodukovanou firmou zjistíme z výkazu zisků a ztráty. Velikost přidané hodnoty je významným faktorem ovlivňujícím velikost čistého zisku. (Neumaier, Neumaierová, 2002)

Účetní přidaná hodnota je ovlivňována zejména výkony a výkonovou spotřebou.

Tab. 7: Vývoj účetní přidané hodnoty ve sledovaném období (v tis. Kč)

Výkaz zisků a ztrát	2008	2009	2010	Změna v %	Změna v %
				Index 2009/2008	Index 2010/2009
Výkony	8 828	7 553	9 078	0,86	1,20
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	8 379	7 558	9 281	0,90	1,23
Změna stavu zásob vlastní činnosti	214	-944	-203	-4,41	0,22
Aktivace	235	909	0	3,87	0,00
(-) Výkonová spotřeba	9 065	6 848	6 011	0,76	0,88
Spotřeba materiálu a energie	3 666	2 419	2 730	0,66	1,13
Služby	5 399	4 429	3 281	0,82	0,74
Přidaná hodnota	-237	705	3 067	-2,97	4,35

Zdroj: Výkazy společnosti, vlastní výpočty

Z výkazů společnosti je zřejmé, že účetní přidaná hodnota postupně rostla. Zatímco v roce 2008 byla záporná, v roce 2010 již činila + 3 067 tis. Kč. Záporná hodnota přidané hodnoty v roce 2008 je způsobena zejména výší zásob, konkrétně zásob nedokončené výroby, jež se promítne na účet změna stavu zásob vlastní činnosti, jež ovlivňuje výši přidané hodnoty.

Záporná výše přidané hodnoty v roce 2008 byla způsobena výší výkonové spotřeby, která v tomto roce byla o 237 tis. Kč vyšší než výkony. Kladných hodnot přidané hodnoty v následujících letech, bylo dosaženo díky snížení výkonové spotřeby. K výraznému snížení došlo úsporou ve spotřebě materiálu, energie a čerpajících služeb.

Ke spotřebě materiálu došlo díky využití přebytků nedokončené výroby z předešlého roku. Firmě se snížily náklady na nákup nového materiálu.

Z tabulky je zřejmé, že nejlépe si firma vedla v roce 2010, kdy dosáhla nejvyšších tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb ve sledovaném období. Zároveň se firmě podařilo ještě více snížit hodnotu výkonové spotřeby oproti letům minulým.

Z indexového vyjádření je patrné, že nejvýrazněji nám účetní přidanou hodnotu ovlivnily účty aktiva a změna stavu zásob vlastní činnosti. V indexním vyjádření 2009/2008 se hodnota aktivace zvýšila o 3,87%. Ve vyjádření 2010/2009 byla tato hodnota 0, nedošlo k žádným aktivacím. Změna stavu zásob vlastní činnosti se snížila o 4,41% v 2009/2008. Ve vyjádření 2010/2009 se hodnota naopak zvýšila o 0,22%.

5.5. Účetní přidaná hodnota na zaměstnance

Výpočet účetní přidané hodnoty na zaměstnance, ukazatele produktivity práce z přidané hodnoty je vypočten jako podíl účetní přidané hodnoty a počtu zaměstnanců, a to průměrným přepočteným stavem zaměstnanců.

Tab. 8: Účetní přidaná hodnota na zaměstnance

	2008	2009	2010
Počet zaměstnanců	9	8	11
Účetní přidaná hodnota (v tis. Kč)	-237	705	3067
Účet. přidaná hodnota na zaměstnance (v tis. Kč)	-26,33	88,13	278,82

Zdroj: vlastní výpočty

Na základě poskytnutých informací, analyzovanou firmou, je ukazatel vypočten jako podíl: přidaná hodnota / počet zaměstnanců. K výpočtu ukazatele na základě průměrného přepočteného stavu zaměstnanců nebyly firmou poskytnuty potřebné informace.

Výsledné hodnoty ukazatele nám říkají, jak velkou přidanou hodnotu v penězích vyrobil v hodnoceném období jeden zaměstnanec firmy. Rok 2008 byl jediným, kdy byla hodnota ukazatele produktivity práce z přidané hodnoty záporná. V ostatních letech sledovaného období byl ukazatel kladný. V roce 2009 1 zaměstnanec svou produktivitou vyrobil přidanou hodnotu ve výši 88,13 tis. Kč. V roce 2010 byla tato produktivita dokonce 278,82 tis. Kč.

6. Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Existuje několik možností výpočtu ukazatele EVA, jak je zmíněno podrobněji v teoretické části této práce.

V praktické části se práce zaměří na konkrétní výpočty hodnoty ukazatele EVA. Pro výpočet ukazatele EVA je nutné nejdříve vyčíslit výši průměrných vážených nákladů kapitálu WACC, které jsou pro výpočet ekonomické přidané hodnoty nezbytné. Hodnotu WACC je možno zjistit několika metodami, práce se zaměřuje zejména na výpočet WACC metodou CAPM a Stavebnicovou metodou.

Stavebnicovou metodu pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu a následně poté pro výpočet ekonomické přidané hodnoty využívá i Ministerstvo průmyslu a obchodu.

6.1. Metoda CAPM

Jak již bylo uvedeno v teoretické části WACC metodou CAPM získáme použitím vzorce:

$$\text{WACC} = r_d * (1 - d) * D/V + r_e * E/V.$$

Výši proměnných získáme z rozvahy společnosti, kromě ukazatele r_d náklady na cizí kapitál. Dalším dílčím výpočtem bude stanovení r_e – požadované rentability vlastního kapitálu. Tento ukazatel vyjadřuje vztah:

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

Bezriziková úroková míra r_f je stanovena na základě výnosu 5- letých státních dluhopisů dostupných na stránkách České národní banky.

Pro vyjádření prémie za riziko ($r_m - r_f$) bylo použito modelu ratingového hodnocení. Konkrétně hodnocení ratingu celé země, dle společnosti S & P. Dle poslední dostupné aktualizace činí hodnota prémie za riziko 7,2%.

$\beta = 1 + OR + FR$. Finanční riziko vyjádříme ukazatelem zadluženost podniku-poměrem CZ/A, výsledné hodnotě přiřadíme procentní vyjádření dle tab. č. 3 v teoretické části. Obchodní riziko stanovíme na základě struktury majetku. Jelikož převážná část majetku společnosti je tvořena dlouhodobým majetkem, velikost obchodní rizika bude vyšší. Obchodní riziko zařadíme do 4. třídy, dle dělení systematického rizika dle Maříka, 1998. Hodnota OR tedy činí 0,25.

Tab. 9: Vyjádření systematického rizika

	2008	2009	2010
OR	0,25	0,25	0,25
CZ/A	0,62	0,6	0,52
FR	0,1	0,1	0
β	1,35	1,35	1,25

Zdroj: vlastní výpočty, výkazy společnosti

Z tabulky je zřejmé, že ukazatel zadluženosti podniku, který je potřebný pro určení finančního rizika, má klesající tendenci. To je způsobené tím, že firma se snaží omezovat financování chodu podniku z cizích zdrojů a financuje podnik převážně z vlastních zdrojů. Z tohoto důvodu klesla i hodnota finančního rizika v roce 2010 na 0%. Výše obchodního rizika je ve sledovaném období stejná, neboť majetek společnosti je převážně tvořen dlouhodobým majetkem a jeho hodnoty v jednotlivých letech jsou téměř totožné.

Tab. 10: Výpočet r_e (v %)

	2008	2009	2010
r_f	4,09	3,68	3,75
β	1,35	1,35	1,25
$r_m - r_f$	7,2	7,2	7,2
r_e	13,81	13,4	12,75

Zdroj: vlastní výpočty, www.cnb.cz

Požadovaná rentabilita vloženého kapitálu má ve sledovaném období klesající tendenci. To je způsobeno zejména klesajícími výnosy 5-ti letých státních dluhopisů.

Po stanovení těchto dílčích proměnných můžeme přistoupit k samotnému výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu.

Tab. 11: Výpočet WACC metodou CAPM

	2008	2009	2010
r_d	9,09%	6,70%	7,60%
d	0,21	0,2	0,19
1-d	0,79	0,8	0,81
D/V	0,49	0,55	0,49
r_e	13,81%	13,40%	12,75%
E	8 046	9 876	10 754
E/V	0,5	0,45	0,51
WACC	10,42%	8,98%	9,52%

Zdroj: vlastní výpočty, výkazy společnosti

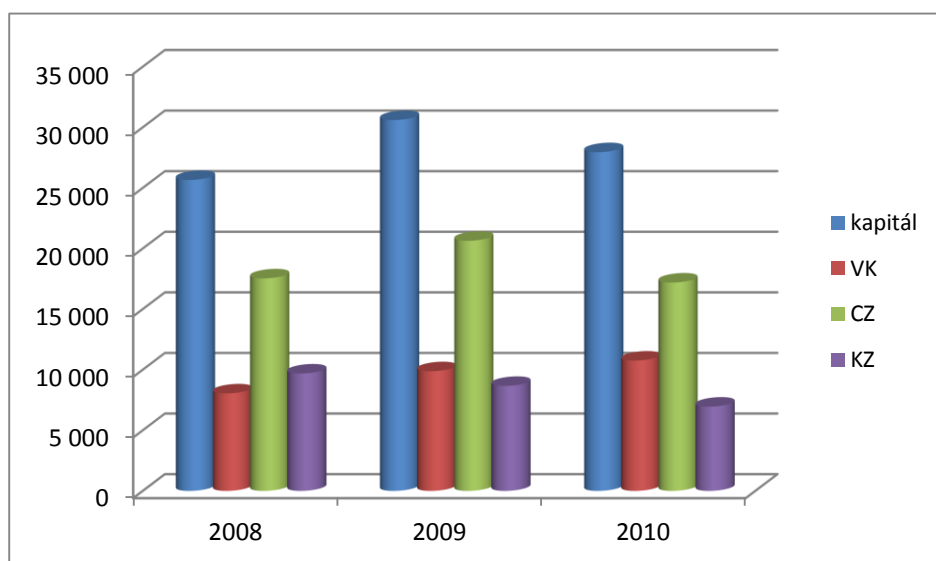
Průměrné náklady kapitálu mají klesající tendenci. Tento ukazatel je nejvíce ovlivněn výší kapitálu a na druhé straně, na zdrojích, ze kterých byl kapitál pořízen. „V teoretické části bylo řečeno, že firmy, které *dokáží s vyšší mírou efektivnosti využít poskytnuté vlastní a cizí zdroje, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál.*“ Podle výsledků v tabulce lze konstatovat, že sledovaný podnik umí efektivně využít poskytnutých vlastních a cizích zdrojů financování.

Ukazatel r_d vyjadřující náklady na cizí kapitál, byl vypočten jako poměr úroků a bankovních úvěrů. D/V vyjadřuje poměr cizích zdrojů snížených o krátkodobé závazky a součtu VK a D. Na základě výsledků tohoto ukazatele lze poukázat na to, že v letech 2008 a 2010 byla činnost společnosti financována převážně vlastním kapitálem, kdežto v roce 2009 převýšila hodnota cizích zdrojů hodnotu vlastního kapitálu.

Ukazatel E/V pak vyjadřuje vztah vlastního kapitálu a součtu cizích zdrojů a vlastního kapitálu.

Pro větší názornost výsledných hodnot je uveden nejdříve graf č. 1, který znázorňuje strukturu kapitálu.

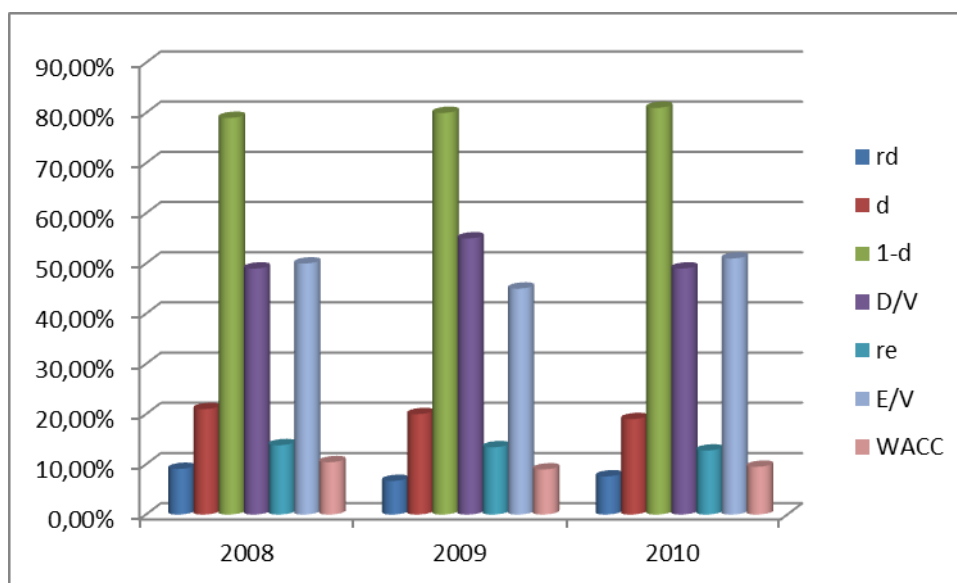
Graf č. 1: Kapitálová struktura firmy



Zdroj: vlastní zpracování

Dále je uveden graf č. 2, jež vyjadřuje výši WACC v jednotlivých letech a výši jednotlivých proměnných, které jejich výši ovlivňují.

Graf č. 2: WACC a jejich proměnné dle modelu CAPM



Zdroj: vlastní zpracování

6.2. *Stavebnicová metoda*

Dalším možným způsobem pro stanovení WACC je Stavebnicová metoda. Pro tuto práci byla vybrána, jak již bylo zmíněno dříve, právě proto, že ji používá pro své finanční analýzy i Ministerstvo průmyslu a obchodu. Stavebnicová metoda má lepší vypovídací schopnost oproti metodě CAPM. Metoda CAPM zohledňuje pouze vnější riziko podniku, kdežto Stavebnicová metoda bere v úvahu i vnitřní riziko podniku.

Abychom mohli vypočítat WACC, musíme nejdříve vyčíslit hodnotu dílčích ukazatelů. Bezriziková úroková míra r_f je stanovena na základě výnosu 5 - ti letých státních dluhopisů dostupných na stránkách České národní banky stejně jako u předchozí metody.

r_{LA} funkce charakterizující velikost podniku. Ve sledovaném období činí r_{LA} 5%, neboť výše vlastního kapitálu ve sledovaných letech je menší než 100 mil. Kč.

r_{podnik} je dán funkcí ukazatelů charakterizujících produkční sílu firmy, $EBIT/A$. Tento poměr porovnáваме s hodnotou X_1 , jež je dána vztahem:

$$[(VK + BU) / A] * (U/BU).$$

V letech 2008 a 2009 byla splněna podmínka: $EBIT/A > X_1$, hodnota r_{podnik} je tedy 0%. V roce 2010 však hodnota $EBIT/A$ byla větší než X_1 a výsledná hodnota r_{podnik} byla vypočtena na základě vzorce:

$$r_{podnik} = [(X_1 - EBIT/A)^2 / (10 * X_1^2)].$$

Riziko hodnotící vztah mezi aktivy a pasivy $r_{finstab}$ stanovíme na základě výpočtu běžné likvidity = oběžná aktiva / krátkodobé závazky. Ve všech třech letech vyšly hodnoty běžné likvidity v rozmezí: $1 < \text{běžná likvidita} < X_1$, výsledné hodnoty rizika jsou vyčísleny podle vztahu:

$$r_{finstab} = (X_1 - L3)^2 / [10 * (X_1 - 1)^2].$$

Podíl EBIT a nákladových úroků (X_1) vyjadřuje r_{finstr} , riziková přírážka plynoucí z kapitálové struktury. V roce 2008 byla hodnota $X_1 < 1$, proto r_{finstr} 10%. Oproti tomu v roce 2009 – $X_1 > 3$, hodnota rizika 0%. V roce 2010 platilo: $1 < X_1 < 3$, je hodnota rizika vyjádřena dle vzorce:

$$r_{finstr} = 10 * [1((EBIT/NÚ)-1) / 2].$$

Tab. 12: Výpočet WACC

	2008	2009	2010
r_f	4,09%	3,68%	3,75%
r_{LA}	5%	5%	5%
r_{podnik}	0,00%	0,00%	1,23%
OA/KZ	1,09	1,08	1,01
$r_{finstab}$	0,08%	0,08%	0,10%
EBIT/NÚ	0,41	3,16	1,6
r_{finstr}	10%	0%	3%
r_e	19,17%	8,76%	13,08%
WACC	9,17%	8,76%	10,08%

Zdroj: vlastní výpočty, výkazy společnosti

V roce 2009 se r_e rovnají WACC z toho důvodu, že r_{finstr} je 0%. V tomto roce vyšly ukazatelé r_e a WACC nejnižší, což bylo způsobeno zejména nejnižší sazbou bezrizikové úrokové míry, za celé sledované období, a již zmiňované nulové hodnoty r_{finstr} . V roce 2010 je hodnota r_e a WACC o 4,32% vyšší. To bylo způsobeno zvýšenou hodnotou podnikatelského rizika.

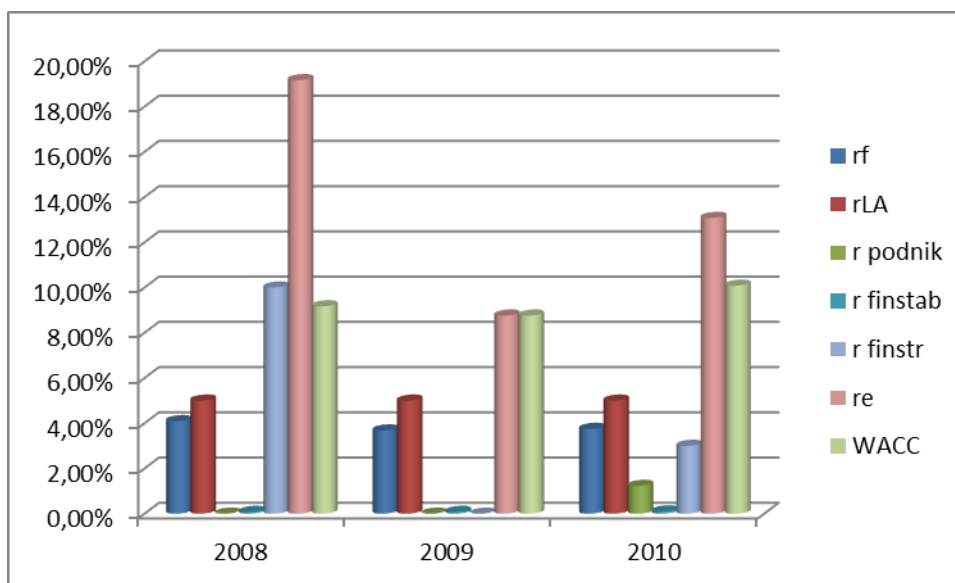
Nejvyšší hodnoty dosahuje ukazatel r_e v roce 2008, kdy ho nejvíce ovlivnilo riziko plynoucí z kapitálové struktury. Dalším důležitým faktorem, který ovlivnil výši r_e v roce 2008 je bezriziková úroková míra, jejíž hodnota je v roce 2008 též nejvyšší a v dalších letech její hodnota kolísá.

Obecný předpoklad rovnosti WACC a r_e lze na základě výsledků zamítnout. Tuto skutečnost lze potvrdit pouze pro rok 2009. V ostatních dvou letech hodnoty rostou, a to i z toho důvodu, že podnik využívá k financování i cizích zdrojů.

Na základě výpočtu WACC dle Stavebnicové metody mají hodnoty průměrných vážených nákladů kapitálu spíše rostoucí tendenci, kdežto dle modelu CAPM měly tendenci klesající.

Výsledky výpočtů z tab. 11 – Výpočet WACC znázorňují graf. č. 3.

Graf č. 3: WACC a determinující faktory dle stavebnicového modelu



Zdroj: vlastní zpracování

Po stanovení hodnoty r_e , můžeme přistoupit k samotnému výpočtu ekonomické přidané hodnoty (EVA).

6.3. Výpočet EVA na základě zvolených modelů

Tab. 13: Výpočet EVA dle stavebnicové metody

	2008	2009	2010
ROE	1,55%	18,53%	8,17%
r_e	19,17%	8,76%	13,08%
ROE - r_e	-17,62%	9,77%	-4,91%
VK (v tis. Kč)	8 046	9 876	10 754
EVA (v tis. Kč)	-1 418	965	-528

Zdroj: vlastní výpočty, výkazy společnosti

Výše ekonomické přidané je v letech 2008 a 2010 záporná, tzn., že firma netvoří svou činností vyšší hodnotu než tu, kterou představuje cena za použití vložených prostředků. Oproti tomu v roce 2009 dosahuje EVA kladných hodnot. Pouze v 2009

tvoří firma pro svoje majitele hodnotu. Nejnižší hodnoty dosahuje EVA v roce 2008, kdy její výše činí – 1 418 tis. Kč.

Tab. 14: Výpočet EVA dle modelu CAPM

	2008	2009	2010
ROE	1,55%	18,53%	8,17%
r_e	13,81%	13,40%	12,75%
ROE - r_e	-12,26%	5,13%	-4,58%
VK (v tis. Kč)	8 046	9 876	10 754
EVA (v tis. Kč)	-986	507	-493

Zdroj: vlastní zpracování

I v případě, kdy si vezmeme vypočtenou hodnotu r_e z modelu CAPM, dostaneme výsledek, že jediným rokem, kdy firma tvoří pro svoje majitele hodnotu, je rok 2009.

Výsledné hodnoty EVA jsou však podstatně nižší než v předchozím případě. To je způsobené hlavně vyššími hodnotami r_e u stavebnicové metody. Ostatní ukazatele, rentabilita vlastního kapitálu a vlastní kapitál, jsou stejné.

6.4. Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA

Poslední možností výpočtu ukazatele EVA, která byla využita v této práci, je Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA.

Samotný výpočet se skládá z několika kroků. Jako první je nutno vyplnit základní informace o firmě, které vyčteme z výkazu rozvaha a výkazu zisků a ztrát. (viz. Příloha č. 1)

V druhém kroku stanovíme rizikové přírážky. Výchozí ratingový model odpovídá nastavení na MPO. (viz. Příloha č. 2)

Ve třetím, posledním, kroku dostaneme na výběr z několika možností výběru analýz – hodnocení úrovně podnikové výkonnosti, hodnocení úrovně rentability vlastního kapitálu, hodnocení úrovně rizika, hodnocení úrovně provozní oblasti, hodnocení finanční politiky, hodnocení úrovně likvidity. Pro tuto diplomovou práci byla zvolena analýza – **hodnocení úrovně podnikové výkonnosti.**

Jednotlivé výsledky jsou poskytnuté ve formě grafů pro lepší přehlednost, viz. Příloha č. 3, pro rok 2008, Příloha č. 4 pro rok 2009 a Příloha č. 5 pro rok 2010. Je dán ucelený přehled ukazatelů a jejich výši, jak se podílí na tvorbě ukazatele EVA.

Prezentace výsledků dle MPO pro **rok 2008**: Hodnota Spreadu podniku je slabší, neboť je nižší než charakteristická hodnota za odvětví. **Srovnání s nastaveným benchmarkem:**

„Hodnota Spreadu společnosti je horší než benchmark. Dolů společnost táhne: Úroková míra, UZ / A, Odpisy / V, Likvidita L3, V / A, PH / V. Společnost je ovšem dobrá v: (Ostatní V - N) / V, ON / V, Jiné vlivy na re, CZ / Zisk, VK / A.

Slabost firmy je v oblasti Tvorby EBIT, Dělení EBIT, Stability. Naopak silná je v oblasti jiných vlivů.“(www.mpo.cz)

Rok 2009: *„hodnota Spreadu podniku je slabší, neboť je nižší než charakteristická hodnota za odvětví. **Srovnání s nastaveným benchmarkem:** Spread je horší než benchmark. Dolů táhne: Úroková míra, UZ / A, VK / A, Likvidita L3, Odpisy / V, V / A, PH / V. Firma je dobrá v: (Ostatní V - N) / V, CZ / Zisk, ON / V, Jiné vlivy na re. Slabost je v oblasti Tvorby EBIT, Stability. Naopak silní jste v oblasti Dělení EBIT, jiných vlivů.“(www.mpo.cz)*

Rok 2010: Srovnání s nastaveným benchmarkem: *„Spread je horší než benchmark. Dolů táhne: Úroková míra, UZ / A, VK / A, Likvidita L3, PH / V, V / A, Odpisy / V. Jste ovšem dobří v: (Ostatní V - N) / V, CZ / Zisk, Jiné vlivy na re, ON / V. Slabost je v oblasti Tvorby EBIT, Dělení EBIT, Stability. Naopak silní jste v oblasti Jiných vlivů.“ (www.mpo.cz)*

Ve sledovaném období 2008 – 2010, na základě Benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA, vyšly odlišné výsledky. Hodnota ukazatele EVA vyšla ve všech sledovaných letech záporná. Prezentace výsledků viz. následující tabulka.

Tab. č. 15: EVA dle benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA

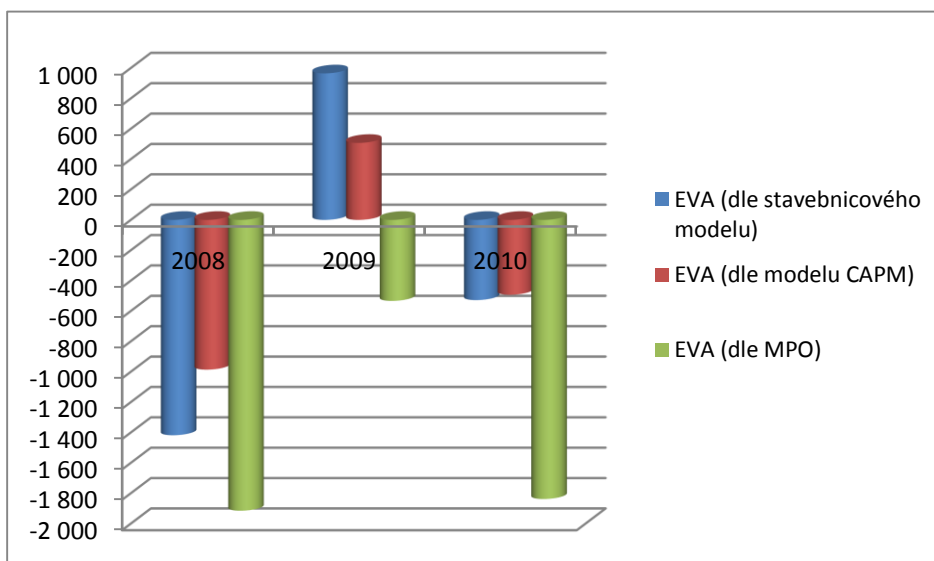
	2008	2009	2010
EVA	-1,91E+03	-5,33E+02	-1,84E+03
Spread	-23,80%	-5,40%	-17,09%
r_e	25,35%	23,93%	25,26%
ROE	1,55%	18,53%	8,17%
VK (v tis. Kč)	8 046	9 876	10 754

Zdroj: www.mpo.cz, vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že EVA vyšla ve všech sledovaných letech záporná. U ostatních zvolených metod vyšla hodnota EVA též záporná, kromě roku 2009. V tomto roce byla hodnota EVA kladná, jak při výpočtu metodou CAPM, tak při použití stavebnicové metody.

Na základě modelu CAPM byla ekonomická přidaná hodnota 507 tis. Kč. Podle stavebnicového modelu činila ekonomická přidaná hodnota dokonce 965 tis. Kč, což je o 458 tis. Kč více než u předchozí metody. Model INFA přiřadil ukazateli EVA hodnotu – 53 330,4 Kč. Při výpočtu EVA dle Benchmarkingového diagnostického systému indikátorů INFA vyšly hodnoty ukazatele EVA výrazně odlišné. Nejvýraznější změna byla zaznamenána v roce 2010, kdy na základě modelu CAPM a stavebnicové metody vyšly téměř shodné výsledky, model INFA vyčíslil EVA na -183 785,86 Kč. V předchozích metodách byla hodnota EVA -528 tis. Kč při stavebnicové metodě a – 493 tis. Kč při modelu CAPM. Pro lepší prezentaci výsledků následuje graf. č. 4.

Graf č. 4: Porovnání výpočtu EVA dle jednotlivých metod



Zdroj: vlastní zpracování

Takto rozdílné hodnoty jsou způsobené hlavně tím, že zvolený benchmarkingový systém finančních indikátorů INFA je na stránkách MPO stanoven pro průmysl. Samotné odvětví zemědělství v nabídce, při výpočtu pomocí tohoto systému, nenajdeme. Pro výpočet bylo použito odvětví, podle OKEČ – ostatní podnikatelské činnosti. Jež je také součástí podnikání sledovaného podniku. Ve druhém kroku, kde se stanovují výše jednotlivých rizikových přírážek, je ponecháno nastavení dle MPO.

7. Zhodnocení možnosti zvyšování účetní přidané hodnoty, resp. ekonomické přidané hodnoty

Účetní přidaná hodnota a ekonomická přidaná hodnota reprezentují zcela odlišný pojem. Účetní přidaná hodnota je dána rozdílem výkonů a výkonové spotřeby. Je snadno zjištělná z výkazu zisku a ztráty. Ekonomická přidaná hodnota zohledňuje náklady na vlastní kapitál. Vyjadřuje hodnotu podniku po uhrazení nákladů, nákladů na vlastní kapitál.

Jak již bylo zmíněno, účetní přidanou hodnotu ovlivňují výkony a výkonová spotřeba. Nejvýznamnějšími ukazateli výkonů jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, aktivace a změny stavu zásob vlastní činností. Jednou z možností, jak zvýšit účetní přidanou hodnotu, je zvýšit hodnotu aktivace, kdy je možno pro dovoz zásob použít vnitropodnikové dopravy. Tato situace zvyšuje hodnotu výkonů, zvyšuje se hodnota zásob, která se do výkonů přenáší přes účet aktivace.

Další možností je dosáhnout snížení výkonové spotřeby. Největší problém spatřuji v tom, že při výrobě pelet, což je vedlejší činnost firmy, jsou zapotřebí elektrické přístroje, které jsou energeticky náročné. Snížení energie lze těžko dosáhnout. Možným řešením je obnova zastaralých zařízení novějšími, méně energeticky náročnými.

Účetní přidaná hodnota se ve sledovaném období postupně zvyšuje. Zatímco v roce 2008 byla účetní přidaná hodnota -237 tis. Kč, v roce 2010 již činila 3 067 tis. Kč. Firmě se podařilo výrazně zvýšit své výkony a postupně snižuje i výkonovou spotřebu.

Účetní přidanou hodnotu lze využít ke stanovení produktivity práce. Z výpočtů tohoto ukazatele je zřejmé, že produktivita práce byla v prvním roce záporná. V následujících letech již byla kladná. Mezi jednotlivými lety jsou velké rozdíly. Zatímco v roce 2008 produktivita práce 1 zaměstnance činila - 26,33 tis. Kč, v roce 2009 hodnota vzrostla na 88,13 tis. Kč a v roce 2010 činila dokonce 278,82 tis. Kč. Výsledky ukazují, že snížený počet zaměstnanců nemusí vždy nutně znamenat snížení produktivity práce.

Ekonomická přidaná hodnota je vypočítána na základě součinu „Spreadu“ a hodnoty vlastního kapitálu společnosti. „Spread“ je vyčíslen jako rozdíl rentability vlastního kapitálu a r_e - požadované míry výnosu akcionáře. Důležité je financovat fungování společnosti vlastními zdroji. Vybraná společnost však svoji činnost financuje převážně zdroji cizími, jejichž hodnota je podstatně vyšší než hodnota vlastních zdrojů. Tento

fakt může být jedním z důvodů nízkých hodnot ekonomické přidané hodnoty. Využívání cizích zdrojů k financování, nemá pro společnost tak záporný charakter, jak se na první pohled může zdát. Pokud porovnáme průměrnou úrokovou míru a ukazatel rentability celkových aktiv, zjistíme, do jaké míry je využití cizích zdrojů pro společnost zápornou záležitostí.

Průměrná úroková míra je vyjádřena jako podíl nákladových úroků a úročených cizích zdrojů. Ve všech sledovaných letech vyšla hodnota průměrné úrokové míry nižší než rentabilita aktiv. Firmě se tedy vyplatí, k financování chodu podniku, využít cizích zdrojů. Tuto skutečnost potvrzují i vysoké hodnoty rentability vlastního kapitálu.

Ukazatel EVA také ovlivňují výše jednotlivých rizik, které ovlivňují výši požadované míry výnosu akcionáře, jak je zmíněno v praktické části práce. Riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky, vypočtené na základě běžné likvidity ukazuje na fakt, že firma nemá dostatečné prostředky pro úhradu právě splatných závazků. Nejvýznamněji ovlivňuje výši tohoto požadovaného výnosu riziko plynoucí z kapitálové struktury. To je vyjádřeno poměrem EBITu a nákladových úroků. Výše tohoto rizika je způsobena výší nákladových úroků.

Jednou z možností, jak by mohla společnost snížit množství používaných cizích zdrojů pro financování své činnosti je např. přizvat dalšího investora, spoluvlastníka, k obchodní činnosti. Ten sebou přinese i potřebné finanční prostředky. Další možností by mohl být prodej již nevyužívaných pozemků, které společnost stále vlastní. Z takto získaných finančních prostředků by společnost mohla splatit některé ze svých bankovních úvěrů. Nebo by je mohla využít k obnově zastaralé techniky, za techniku novou, méně energeticky náročnou.

8. Shrnutí

Analýza přidané hodnoty je důležitou součástí finančního rozhodování manažerů společnosti. Je také důležitým faktorem využívaným k motivování zaměstnanců. Účetní přidaná hodnota nám říká něco zcela odlišného než ekonomická přidaná hodnota. Ukazatel EVA je jedním z moderních ukazatelů měřících výkonnost podniku. Má lepší vypovídací schopnost než např. ROE, ROI, atd.

Cílem každé firmy je dosahovat kladné ekonomické i účetní přidané hodnoty. Kladná ekonomická hodnota může pomoci při rozhodování investorů, do kterých společností investovat a do kterých nikoliv. Ekonomická přidaná hodnota může být dále využita k řízení a motivování pracovníků a k oceňování podniku. EVA je dána rozdílem účetní a ekonomického zisku. Účetní zisk je zjištělý z výkazů společnosti. Ekonomického zisku je dosaženo tehdy, jsou-li kromě běžných nákladů uhrazeny i náklady vlastního kapitálu.

Ve sledovaném období vykazovala společnost kladnou ekonomickou přidanou hodnotu pouze v roce 2009, a to na základě výpočtů metodou CAPM a stavebnicovou metodou. Použitím Benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA, vyšly hodnoty EVA velice odlišné než u ostatních metod. Tyto rozdíly jsou způsobené tím, že tento model, užívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu, se využívá převážně pro průmysl. Sledovaný podnik působí v odvětví zemědělství. Analýza touto metodou byla zpracována na základě přidružené vedlejší výroby podniku – odvětví Ostatní obchodní činnost. Výsledky mohou být zkreslené.

Účetní přidaná hodnota je dána rozdílem výkonů a výkonové spotřeby. Je snadno zjištělná z výkazu zisku a ztráty. Snahou každého podniku je dosahovat vyšších výkonů a snižovat výkonovou spotřebu. Pokud se toto firmě podaří, bude tvořit kladnou účetní přidanou hodnotu. Analyzované společnosti se podařilo vytvořit kladné hodnoty účetní přidané hodnoty ve dvou ze tří sledovaných let. Každým rokem se výše účetní přidané hodnoty zvyšovala.

Na základě účetní přidané hodnoty je možné vypočítat produktivity práce. Produktivitu práce je, mimo tuto variantu, možno vyčíslit z výnosů, výkonů, tržeb a obrátu. Produktivita práce z přidané hodnoty je nejpřísnější variantou, ale také nejpřesnější.

Agrospolečnost s.r.o. si ve sledovaných letech, s ohledem na účetní a ekonomickou přidanou hodnotu, nevedla nejlépe. Pro odvětví zemědělství jsou tyto hodnoty typické. Odvětví je typické několika určujícími faktory, a to zejména náročností na náklady

sezónností atd. Výnosy z podnikání nejsou na takové úrovni jako u ostatních oborů podnikání.

9. Seznam použité literatury

- KOVANICOVÁ, Dana. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. VIII. Praha : POLYGON, 1998. 316 s. ISBN 80-85967-68-5.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha : C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha : EKOPRESS, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha : EKOPRESS, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : GradaPublishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- GRÜNWARD, Rolf; HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finannčí analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 2009. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 1. vyd. Praha : GradaPublishing, 2005. 371 s. ISBN 80-247-1046-3.
- MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2:320.00.
- ŠTOHL, Pavel. *Učebnice účetnictví*. 6. vyd. Znojmo : Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s., 2004. 189 s.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. 369 s. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, A. - PAVELKOVÁ, D.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- Www.cnb.cz* [online]. 2010 [cit. 2011-03-15]. Cnb. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS>.
- Www.standardandpoors.com* [online]. 2007 [cit. 2011-03-20]. Standardandpoors. Dostupné z WWW:

http://translate.googleusercontent.com/translate_c?hl=cs&sl=en&u=http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/.

Lwella.sweb.cz [online]. 2008 [cit. 2011-03-15]. Lwella.sweb. Dostupné z WWW: <lwella.sweb.cz/kt.doc>.

Www.upswing.cz [online]. 2006 [cit. 2011-03-25]. Upswing. Dostupné z WWW: <http://www.upswing.cz/abeceda/zaklady_financi/diskontni_mira_naklady_vlastniho_kapitalu.html>.

Www.tydenik-sondy.cz [online]. 2006 [cit. 2011-03-03]. Tydenik. Dostupné z WWW: <<http://www.tydenik-sondy.cz/200404/2004040206.htm>>.

Www.t-i.cz [online]. 2009 [cit. 2011-04-11]. T-i. Dostupné z WWW: http://www.t-i.cz/svet_personalistu/index.php?page=article&detail=19.

Www.eamos.cz [online]. 2009 [cit. 2011-03-15]. Eamos. Dostupné z WWW: <http://www.eamos.cz/amos/kat_spo/externi/kat_spo_2966/8/kap811p.html příloha 024download.mpo.cz/get/29052/31513/334830/priloha024.pdf>.

Www.mpo.cz [online]. 2005 [cit. 2011-03-30]. MPO. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.

Www.businessvize.cz [online]. 16.3.2010, 2010 [cit. 2011-28-03]. Business. Dostupné z WWW: <<http://www.businessvize.cz/financni-analyza/ukazatele-rentability>>.

Seznam tabulek

Tab. č. 1: Výkaz zisku a ztráty

Tab. č. 2: Užší vyjádření výkazu zisku a ztráty

Tab. č. 3: Vyjádření finančního rizika

Tab. č. 4: Obchodní riziko

Tab. č. 5: Hodnocení ratingu státu

Tab. č. 6: Ukazatele charakterizující podnik

Tab. č. 7: Vývoj účetní přidané hodnoty ve sledovaném období

Tab. č. 8: Účetní přidaná hodnota na zaměstnance

Tab. č. 9: Vyjádření systematického rizika

Tab. č. 10: Vyjádření r_e

Tab. č. 11: Výpočet WACC metodou CAPM

Tab. č. 12: Výpočet WACC

Tab. č. 13: Výpočet EVA dle Stavebnicové metody

Tab. č. 14: Výpočet EVA dle modelu CAPM

Tab. č. 15: EVA dle Benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA

Seznam obrázků

Obrázek č. 1: Vyjádření EVA

Seznam grafů

Graf č. 1: Kapitálová struktura firmy

Graf č. 2: WACC a jejich proměnné dle modelu CAPM

Graf č. 3: WACC a determinující faktory dle stavebnicového modelu

Graf č. 4: Porovnání výpočtů EVA dle jednotlivých metod

Příloha č. 1

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA

Krok 1 - základní údaje

Vstupem mohou být celá (kladná či záporná) maximálně desetimístná čísla. Všechna pole jsou povinná. Opravte prosím zadávané hodnoty.

OBDOBÍ: 2008 [1-4 Q] OKEČ: 74 Ostatní podnikatelské činnosti SROVNÁNÍ: s odvětvím

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		AKTIVA	
Tržby za prodané zboží	0	Aktiva celkem	28373000
Náklady na prodané zboží	0	Zásoby	4749000
Výkony	8828000	Pohledávky	5028000
Výkonová spotřeba	9065000	Krátkodobý finanční majetek	809000
Osobní náklady	2898000	PASIVA	
Odписы	643000	Vlastní kapitál	8046000
Nákladové úroky	301000	Dluhopisy a směnky	0
HV za účetní období	125000	Běžné BÚ a fin.výpomoci	896000
DOPLŇUJÍCÍ ÚDAJE		Dlouhodobé BÚ	3313000
Výnosy celkem	14406000	Krátkodobé závazky	9688000
Náklady celkem	14285000		

Hotovo

CS 19:52 5.4.2011

Zdroj: www.mpo.cz

Příloha č. 2

MPO | Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA - Mozilla Firefox

http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/

Ministr a ministerstvo

Ministerstvo průmyslu a obchodu

Hledat | Rozšířené hledání

Úvodní stránka Podpora podnikání Zahraniční obchod Ochrana spotřebitele EU a Vnitřní trh Energetika a suroviny Průmysl a stavebnictví e-Komunikace a pošta

Úvodní stránka » Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA

Krok 2 - doplňující údaje

RIZIKOVÁ PŘÍRÁŽKA	MIN. INDIKÁTORU ~ RP	MAX. INDIKÁTORU ~ RP
za likvidnost prodeje podniku	UZ <= <input type="text" value="100000"/> 5,00 %	UZ > <input type="text" value="3000000"/> 0,00 %
za podnikatelské riziko	ROA < <input type="text" value="0,00"/> 10,00 %	ROA >= <input type="text" value="UZ / A * UM"/> 2,90 %
za finanční stabilitu	L3 = <input type="text" value="1,00"/> 10,00 %	L3 > <input type="text" value="2,00"/> 0,00 %
za finanční strukturu	<input type="text" value="10,00"/> %	UZ = <input type="text" value="VK"/> <input type="text" value="0,00"/> %

Zpracovat

Výchozí ratingový model odpovídá nastavení na MPO. Pokud ho nechcete měnit pokračujte dále.

Hotovo

CS 19:53 5.4.2011

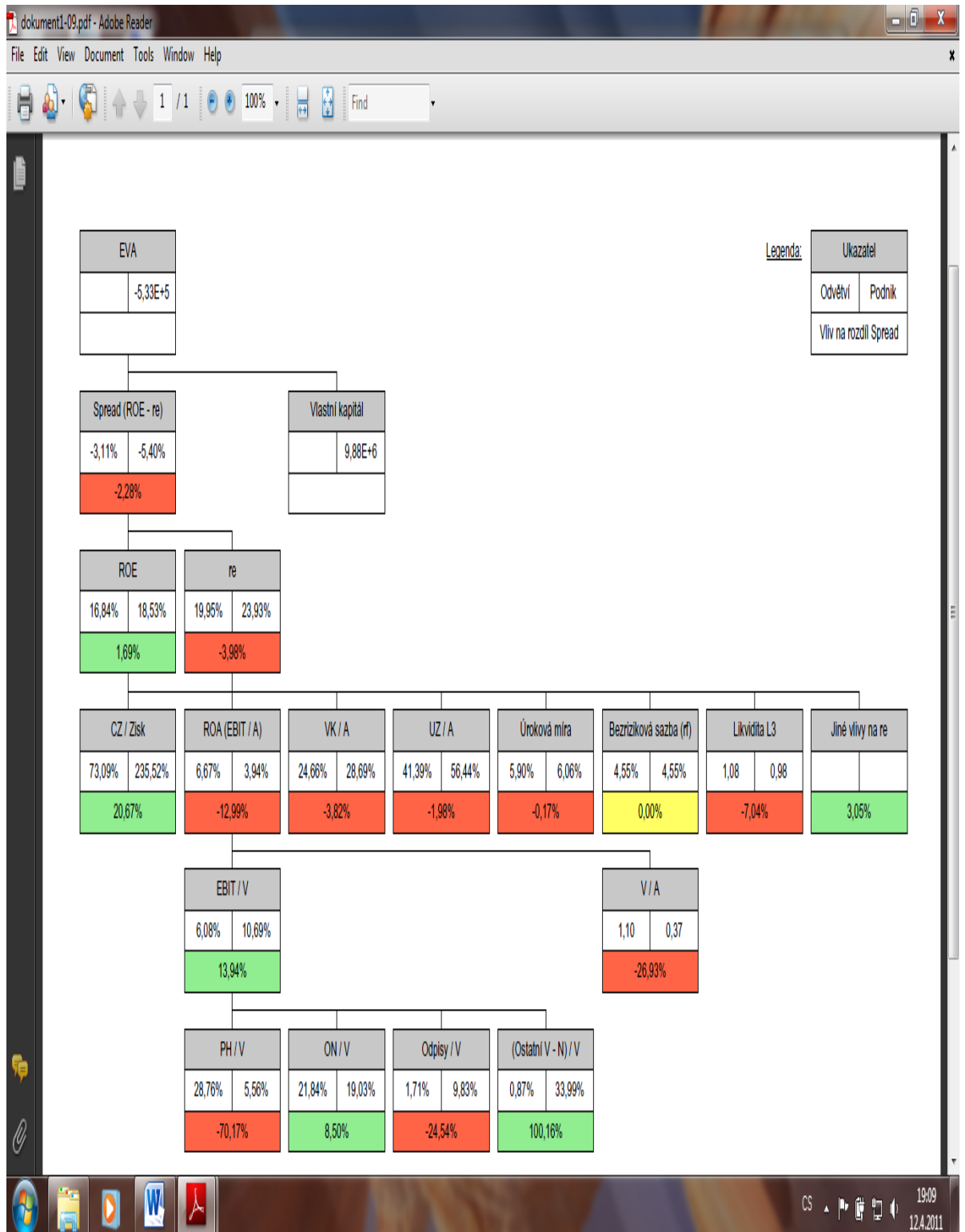
Zdroj: www.mpo.cz

Příloha č. 3



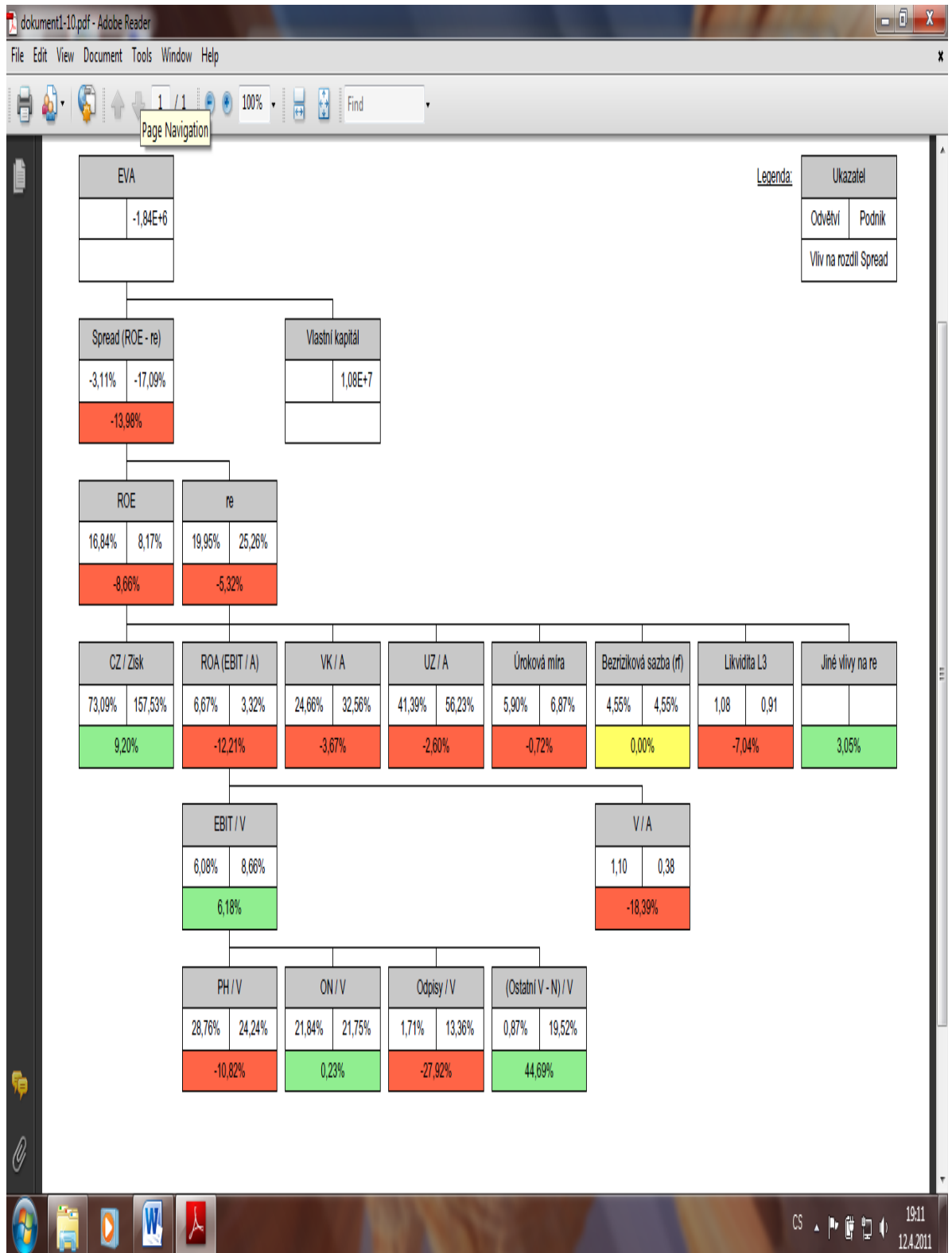
Zdroj: www.mpo.cz

Příloha č. 4



Zdroj: www.mpo.cz

Příloha č. 5



Zdroj: www.mpo.cz

