

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra účetnictví a financí

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Využitelnost moderních metod hodnocení

finanční situace podniku

(ukazatele EVA, MVA a průměrné náklady kapitálu)

Vedoucí diplomové práce

Ing. Daniel Kopta, Ph.D.

Autor diplomové práce

Bc. Romana Kořánková

České Budějovice, 2018

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

Jméno a příjmení: **Bc. Romana KOŘÁNKOVÁ**
Osobní číslo: **E17760**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**
Název tématu: **Využitelnost moderních metod hodnocení finanční situace podniku (ukazatele EVA, MVA a průměrné náklady kapitálu)**
Zadávací katedra: **Katedra účetnictví a financí**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cíl práce:

Posoudit aplikovatelnost a využitelnost moderních metod hodnocení finanční situace podniku (EVA, MVA, náklady kapitálu). Porovnání se staršími, klasickými ukazateli rentability.

Rámcová osnova:

1. Vymezení základních pojmů:
 - Náklady na kapitál a optimální kapitálová struktura.
 - Kategorie ekonomického nadzisku.
 - Ukazatele EVA a MVA.
2. Různé způsoby vymezení a výpočtu moderních metod hodnocení finanční situace podniku.
3. Vlastní stanovení a výpočet jednotlivých uvažovaných ukazatelů.
4. Zhodnocení výsledků z hlediska vypovídací schopnosti ukazatele.
5. Zhodnocení výsledků z pohledu obtížnosti stanovení.
6. Výběr finančního ukazatele vhodného pro podnikovou praxi.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **50-60 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**


Seznam odborné literatury:

- Blaha, Z., Jindřichovská, I. (2013). *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha: Management Press.
- Brealey, R., Myers, S. (2001). *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press.
- Grünwald, R., Holečková, J. (2011). *Finanční analýza a plánování*. Praha: Ekopress.
- Jindřichovská, I., Blaha, Z. (2013). *Finanční management*. Praha: C. H. Beck.
- Kislíngerová, E. (2007). *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck.
- Marek, P. (2009). *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress.
- Mařík, M. (2007). *Moderní metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress.
- Neumaierová, I., Neumaier, I. (2002). *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada.
- Peirson, G., Brown, R., Easton, S. (2011). *Business Finance*. McGraw-Hill
- Synek, J. (2007). *Manažerská ekonomika*. Praha: C. H. Beck.
- Valach, J. (2011). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Daniel Kopta, Ph.D.**
Katedra účetnictví a financí

Datum zadání diplomové práce: **13. ledna 2017**

Termín odevzdání diplomové práce: **15. dubna 2018**


doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.
děkan

JAROSLAVA UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
L.S.
PRŮMYSLOVÁ 12
370 01 ČESKÉ BUDĚJOVICE
TEL: 377 331 111 FAX: 377 331 112
WWW.JUNI.cz


doc. Ing. Milan Jilek, Ph.D.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 13. ledna 2017

Prohlášení

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb. v platném 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 odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích, 13. dubna 2018

.....

Bc. Romana Kořánková

Poděkování

Děkuji vedoucímu mé diplomové práce panu **Ing. Danielu Koptovi, Ph.D.** za konzultace nad rámec svých povinností, za cenné rady a trpělivost při vypracování práce. Dále děkuji firmě Kern-Liebers, zejména mému kolegovi panu **Ing. Tomáši Pártlovi**, za poskytnutí kvalitních dat a za pomoc při psaní mé diplomové práce.

OBSAH

1	ÚVOD.....	11
2	LITERÁRNÍ REŠERŠE	13
2.1	Finanční analýza a její význam	13
2.1.1	Finanční zdraví a finanční tíseň	13
2.1.2	Uživatelé finanční analýzy.....	15
2.1.3	Zdroje informací pro finanční analýzu	16
2.2	Klasické ukazatele měření výkonnosti podniku.....	19
2.2.1	Absolutní ukazatele.....	19
2.2.2	Rozdílové ukazatele	19
2.2.3	Poměrové ukazatele	20
2.2.4	Pyramidové ukazatele	23
2.2.5	Souhrnné ukazatele	23
2.2.6	Kritika klasických ukazatelů.....	24
2.3	Moderních ukazatele měření výkonnosti podniku	25
2.3.1	Ekonomická přidaná hodnota - EVA.....	26
2.3.1.1	Optimální kapitálová struktura a náklady na kapitál (WACC).....	29
2.3.1.2	Čistá operativní aktiva (NOA) a Operativní čistý zisk (NOPAT)	35
2.3.1.3	Způsoby výpočtu ukazatele EVA.....	41
2.3.2	Cash Flow Return on Investment – CFROI.....	44
2.3.3	Diskontované cash flow - DCF.....	45
2.3.4	Excess Return	46
2.3.5	Shareholder Value Added – SVA	46
2.3.6	Total Shareholder Return – TSR	46
2.3.7	Tržní přidaná hodnota - MVA	47
2.4	Benchmarking	48
3	CÍL A METODIKA PRÁCE.....	50
4	VLASTNÍ PRÁCE	58
4.1	Charakteristika analyzovaného podniku	58
4.2	Datová část.....	60
4.3	Finanční analýza.....	62

4.3.1	Majetková a kapitálová struktura podniku	62
4.3.2	Analýza rentability	64
4.3.3	Analýza zadluženosti.....	66
4.3.4	Analýza aktivity a ABC analýza odběratelů	67
4.3.5	Analýza likvidity a Čistého pracovního kapitálu	71
4.4	Výpočet ukazatele EVA	73
4.4.1	Vymezení NOA.....	73
4.4.1.1	Vyloučení neoperativních aktiv.....	73
4.4.1.2	Aktivace položek nevykazovaných v rozvaze.....	75
4.4.1.3	Ostatní úpravy.....	76
4.4.1.4	Hodnota NOA.....	76
4.4.2	Vymezení NOPAT	78
4.4.3	Vymezení WACC	80
4.4.3.1	Náklady na cizí kapitál	81
4.4.3.2	Náklady na vlastní kapitál	82
4.4.3.3	Stanovení WACC	83
4.4.4	Výpočet ukazatele EVA entity.....	84
4.4.5	Relativní ukazatele EVA.....	85
4.5	Rozklad ukazatele EVA.....	89
4.6	Srovnání podniku s odvětvím v letech 2012 - 2016	90
4.7	Porovnání výsledků klasických a moderních metod	92
4.7.1	Porovnání výsledků a zhodnocení vývoje.....	92
4.7.2	Závěry k porovnání klasických a moderních metod	96
5	ZÁVĚR.....	98
6	SEZNAM LITERATURY	100
7	SEZNAM GRAFŮ, OBRÁZKŮ A TABULEK	103
8	SEZNAM PŘÍLOH.....	105
9	SEZNAM ZKRATEK.....	106
10	SUMMARY, KEYWORDS.....	108

1 ÚVOD

Hodnocení finanční situace společností je nedílnou součástí každého podnikání. Historicky lze říci, že finanční analýza vznikla brzy po vzniku peněz, neboť bylo potřeba provádět rozvahy o tom, jak s nimi hospodařit. V době vzniku však byly rozvahy prováděny nahodile a bez hlubšího poznání, ale v důsledku měnících se podmínek na trhu, tvrdšího konkurenčního prostředí a nárůstu neurčitostí a rizik se finanční analýza v průběhu let vyvíjela, zdokonalovala a vznikaly nové ukazatele.

V dnešní době je primárním cílem finanční analýzy rozbor finanční situace podniku, najít a využít silné stránky a zároveň najít a napravit jeho slabiny. Pro tento cíl jsou nejvíce využívány takzvané „klasické“ ukazatele, které samozřejmě mají svou vypovídací schopnost, ale z důvodu své závislosti na účetních datech, nutnosti srovnání s podobnými podniky nebo s minulostí, a také z důvodu pomíjení rizika, inflace nebo nákladů kapitálu přestávají být dostačující a objevuje se jejich kritika.

V posledních letech se do popředí dostává problematika hodnocení výkonnosti firem a vznikají nové, takzvané „moderní“, ukazatele, které se soustřeďují na stanovení hodnoty podniku pro vlastníky nebo akcionáře a na ocenění podniku. Tyto nové ukazatele již berou v úvahu riziko, inflaci a náklady kapitálu a při jejich výpočtech je potřeba převést účetní data na data ekonomická, se kterými se dále pracuje. Již tato skutečnost předpovídá, že finanční analýza pomocí klasických a moderních ukazatelů bude uživatelům podávat odlišné výsledky. Mezi nejznámější moderní nástroj měření výkonnosti podniku patří ukazatel EVA – Ekonomická přidaná hodnota.

Vzhledem k pravděpodobným odlišnostem klasických a moderních ukazatelů je potřeba zabývat se jejich využitelností z hlediska vypovídacích schopností a obtížnosti jejich výpočtu, analyzovat příčiny jejich odlišností a nejlépe stanovit, které ukazatele jsou pro hodnocení podniku nejvhodnější, případně hledat nové možnosti.

Tato diplomová práce bude rozdělena na Teoretickou část a Vlastní práci. Cílem práce bude zhodnocení využitelnosti moderních ukazatelů hodnocení finanční situace podniku a jejich porovnání s klasickými ukazateli.

Začátek teoretické části bude věnován finanční analýze, v rámci které budou vymezeny pojmy jako finanční tíseň, finanční zdraví, dále budou specifikovány uživatele finanční analýzy a zdroje, ze kterých se při hodnocení finanční situace společnosti čerpá.

Dále bude pozornost přesunuta ke klasickým ukazatelům, jejich členění, způsobům výpočtu a využití. Nejdůležitější část bude představovat kapitola 2.3, která se bude zabývat moderními ukazateli a největší pozornost bude věnována ukazatelům EVA (Economic value added – Ekonomická přidaná hodnota) a WACC (průměrné vážené náklady na kapitál). Ukazatel MVA (Market value added – Tržní přidaná hodnota) bude jen okrajově představen v rámci teoretické části, protože se jedná o funkci zmíněných ukazatelů EVA a WACC a jeho využitelnost je snížena, protože analyzovaný podnik nebyl ohodnocen jako celek, a proto chybí komparativní údaje.

Kapitola 3 Cíl a Metodika práce poskytne komplexní pohled na postupy využití v části Vlastní práce.

V úvodu vlastní práce bude představena společnost Kern-Liebers, jejíž účetní data budou v této diplomové práci analyzována. Poté bude provedena finanční analýza pomocí klasických ukazatelů včetně majtkové a kapitálové struktury. Hlavní, a také nejdelší, částí této práce však bude stanovení hodnoty moderního ukazatele Ekonomická přidaná hodnota, jeho součástí a relativních alternativ a bude proveden rozklad tohoto ukazatele pro potřeby zjištění hlavních generátorů hodnoty. Dále bude analyzovaný podnik srovnán s odvětvím pomocí systému INFA.

Na konci vlastní práce bude provedeno porovnání výsledků finanční analýzy a moderního ukazatele EVA, dále budou interpretovány závěry vyvozené z porovnání klasických a moderních ukazatelů, a celá práce a výsledky budou shrnuty v celkovém závěru práce.

2 LITERÁRNÍ REŠERŠE

2.1 Finanční analýza a její význam

Analýza, nebo obecně jakákoliv analytická metoda, je prvním krokem k moudrému rozhodování. Má smysl především jako logický prostředek hodnocení a porovnávání údajů a vytváření nové informace, která je hodnotnější než jednotlivé primární údaje. (Blaha & Jindřichovská, 2006)

Finanční analýza je jednou ze zásadních složek finančního řízení podniku. Smyslem této analýzy je poskytnout ucelený soubor informací, na jejichž základě bude možné posoudit finanční zdraví podniku (ex post analýza) a měla by sloužit jako podklad pro finanční plán a rozhodování finančních manažerů (ex ante analýza). Zdrojem informací pro finanční analýzu jsou účetní výkazy, a pokud jde o podnik kótovaný na burze, jsou těmito informacemi také data dostupná z kapitálového trhu. (Blaha & Jindřichovská, 2006)

Finanční analýza tedy představuje ohodnocení minulosti, současnosti a předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku. Jejím cílem je poznat finanční zdraví firmy, identifikovat slabiny, které by mohly v budoucnosti vést k problémům, a determinovat silné stránky, na kterých by firma mohla stavět. (Blaha & Jindřichovská, 2006) Výstupem finanční analýzy je úsudek finančního analytika o důvěryhodnosti a finanční stabilitě podniku. (Grünwald & Holečková, 2007)

2.1.1 Finanční zdraví a finanční tíseň

Grünwald a Holečková (2007) označují finanční zdraví a finanční tíseň za opačné extrémy, mezi nimiž existuje mnoho stavů, které lze označovat různými názvy.

Finančním zdravím podniku se podle odborné literatury rozumí úroveň současné situace podniku. Finančně zdravý podnik nejeví příznaky finančního ohrožení svého pokračujícího trvání. Lze předpokládat, že ani v dohledné době (minimálně do roku) nedojde k platební neschopnosti ani k předlužení. Míra finančního zdraví podniku má vyjádřit, jak velkým rizikům z provozní činnosti pravděpodobně finance odolají. Je vyjadřována zařazením podniku do jednoho ze čtyř pásem:

- Pevné zdraví, které by zajistilo podnik i při závažných nezdarech v provozní činnosti či při externím ohrožení.
- Dobré zdraví, které by podrželo podnik při přechodných nesnázích v provozní činnosti. Čím blíže je k úrovni pevného zdraví, tím větší je odolnost proti externímu ohrožení.
- Slabší zdraví, při kterém by případné poruchy v podnikání mohly způsobit přechodné finanční potíže.
- Churavění, které přivádí podnik do finanční tísně. Nelze vyloučit, že dojde k úpadku.

Opakem finančního zdraví je finanční tíseň. Ta bývá v literatuře definována rozličným způsobem, často je založena na ztrátách trvajících určitou dobu (ať provozní či celkové), nevyplacení dividend z prioritních akcií, neplnění závazků z dluhopisů, rozsáhlém propouštění zaměstnanců, kapitálové restrukturalizaci, kumulovaných ztrátách či negativním cash flow. (Balcaen & Ooghe, 2006)

Synek (1996) uvádí tři situace, ve kterých lze podnik označit jako ohrožený finanční tísní.

- Podnik je dlouhodobě ztrátový a platebně neschopný,
- podnik se vyznačuje dílčími vážnými problémy, zejména poklesem objemu výkonů, vznikem nepříznivého sociálního klimatu ve společnosti, trvalou platební neschopností,
- podnik se jeví jako úspěšný, ale v důsledku extrémního růstu trvale naráží na nedostatek kapitálu.

Tyto příznaky nenastávají současně, ale v určitých fázích. Nejprve jde o pokles objemu výkonů, dále nastupuje pokles rentability, zvýšená potřeba pracovního kapitálu, zhoršování kapitálové struktury a nakonec dochází k trvalé platební neschopnosti.

Valach & a kol. (2010) člení příčiny finanční tísně na interní (vyvolané přijetím špatného rozhodnutí v rámci podniku) a externí (dané faktory existujícími nezávisle na jednání osob spojených s podnikem). Dále uvádí náměty na řešení finanční tísně, jako například vypracování nové obchodní strategie, zlepšení hospodaření s pohledávkami, se zásobami, zvýšení příjmů prodejem aktiv, snížení či odložení výdajů, zaměření se na rychlý přísun peněz pomocí skont, sestavení žebříčku priorit ve vlastních platbách, vypracování kritérií o zastavení či omezení provozu podniku.

Finanční tísní, následným úpadkem a případně zánikem podniku je ohrožen management, zaměstnanci i externí partneři, kteří spoléhají na finanční analýzu jako na nástroj včasného varování. Výstraha by měla přijít s takovým předstihem, aby se management mohl pokusit úpadek odvrátit a aby se vlastníci, věřitelé a obchodní partneři mohli chránit před nepříznivými následky.

2.1.2 Uživatelé finanční analýzy

Může se zdát, že údaje a výsledky finanční analýzy používají pouze manažeři daného podniku, ale o informace vycházející z finanční analýzy má zájem mnoho subjektů. Mezi uživatele finanční analýzy můžeme zahrnout všechny subjekty, které s daným podnikem přicházejí jakýmkoliv způsobem do kontaktu a zajímají se o výsledky hospodaření firmy, i když třeba z odlišných důvodů. (Růčková & Roubíčková, 2012) Tyto subjekty můžeme dle základního parametru rozdělit na externí a interní uživatele.

- **Externí uživatelé**

Externí uživatelé využívají k získávání informací zejména účetní výkazy, které jsou veřejně dostupné.

- **Investoři** – investoři mohou být akcionáři nebo společníci, kteří do podniku vkládají kapitál za účelem jeho zhodnocení. Mají prioritní zájem o finančně-účetní informace. (Růčková & Roubíčková, 2012)
- **Obchodní partneři** – dodavatelé a odběratelé se zaměřují na krátkodobou prosperitu, solventnost a likviditu a dlouhodobí partneři se soustředují i na podnikovou stabilitu. Dodavatele zajímá především to, zda podnik bude schopen hradit své závazky. Naopak zákazníci mají zájem na finanční situaci dodavatele zejména z hlediska obchodního vztahu, tedy aby dodavatelé dostali svým dodávkám. (Růčková & Roubíčková, 2012)
- **Konkurenti** – finanční informace hrají pro konkurenci velmi důležitou roli, protože mohou porovnávat svou finanční situaci s ostatními firmami v odvětví. Podniky mohou porovnávat rentabilitu, ziskovou marži, cenovou politiku, investiční aktivitu, výši a hodnotu zásob, jejich obratovost a podobně. (Holečková, 2008)

- **Banky a jiní věřitelé** – žádají co nejvíce informací o finanční situaci podniku pro rozhodnutí, zda poskytnout úvěr, v jaké výši a za jakých podmínek. (Holečková, 2008)
- **Stát a jeho orgány** – zajímají se o finančně-účetní data pro statistiku, kontrolu plnění daňových povinností, rozdělování finanční výpomoci. (Holečková, 2008)
- **Interní uživatelé**

Interní uživatelé mají jednodušší přístup k detailnějším finančním, ale i jiným informacím o daném podniku. Může se jednat o údaje vycházející z finančního, manažerského a vnitropodnikového účetnictví, informace z podnikových kalkulací, plánů apod.

- **Manažeři** – manažeři využívají informace poskytované finančním účetnictvím (nejen veřejně dostupné dokumenty) především pro dlouhodobé a operativní řízení podniku. Tyto informace umožňují vytvoření zpětné vazby mezi řídicím rozhodnutím a jeho praktickým důsledkem. (Růčková & Roubíčková, 2012)
- **Zaměstnanci** – zaměstnanci mají přirozený zájem na prosperitě, hospodářské a finanční stabilitě podniku a na dlouhodobém zachování pracovních pozic a bývají často motivováni hospodářskými výsledky. (Holečková, 2008)

2.1.3 Zdroje informací pro finanční analýzu

Kvalita informací, která podmiňuje úspěšnost finanční analýzy, do značné míry závisí na použitých vstupních informacích, které by měly být nejen kvalitní, ale také komplexní. Důvodem je fakt, že je nutné podchytit pokud možno všechna data, která by mohla jakýmkoliv způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví firmy. (Růčková, 2015)

Základní data jsou nejčastěji čerpána z **účetních výkazů**. Účetní výkazy poskytují informace celé řadě uživatelů a lze je rozdělit do dvou základních částí: výkazy účetní a vnitropodnikové. (Růčková, 2015)

- **Finanční účetní výkazy** jsou externími výkazy, neboť poskytují informace zejména externím uživatelům. Dávají přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích krytí (rozvaha), tvorbě a užití výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztrát) a také o peněžních tocích (cash flow). Je možné označit je jako základ všech informací pro firemní finanční analýzu a to i vzhledem k faktu, že jde o veřejně dostupné informace, které je firma povinná zveřejňovat nejméně jedenkrát ročně. (Růčková, 2015)
- **Vnitropodnikové účetní výkazy** nemají právně závaznou úpravu a vycházejí z vnitřních potřeb každé firmy, avšak právě využití vnitropodnikových informací vede ke zpřesnění výsledků finanční analýzy a umožní eliminovat riziko odchylky od skutečnosti, neboť se jedná o výkazy, které mají častější frekvenci sestavování a umožňují vytváření podrobnějších časových řad, což je z hlediska finanční analýzy velmi důležité. (Růčková, 2015)

Nejdůležitější jsou zejména tři základní účetní výkazy – **Rozvaha, Výkaz zisku a ztráty a Výkaz cash flow**. Rozvaha a Výkaz zisku a ztráty jsou účetní výkazy, jejichž struktura je závazně stanovena Ministerstvem financí a jsou závaznou součástí účetní závěrky v soustavě podvojného účetnictví. To představuje pro finančního analytika výhodu, neboť přijímaná a zpracovávaná data jsou ve stejné struktuře a umožňují tudíž kvalitnější komparaci jednotlivých firem a tvorbu oborových analýz. K účetním výkazům se v rámci účetní závěrky připojuje ještě Příloha, která musí obsahovat údaje o příslušné účetní jednotce, informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování a dále musí obsahovat doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztráty. Tento výkaz není standardizován, což však neznamená, že by měl nižší informační hodnotu než předchozí dva výkazy. (Růčková, 2015)

Rozvaha je účetní výkaz, který zachycuje bilanční formou stav dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku (aktiva) a zdrojů jejich financování (pasiva) vždy k určitému datu. Při analýze rozvahy budeme sledovat zejména:

- Stav a vývoj bilanční sumy,
- Strukturu aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek,
- Strukturu pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů,

Relace mezi složkami aktiv a pasiv, tj. velikost stálých aktiv a dlouhodobých pasiv, velikost stálých aktiv a vlastního kapitálu, velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv, finanční majetek a krátkodobé pohledávky ke krátkodobým pasivům. (Růčková, 2015)

Výkaz zisku a ztráty je písemný přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Zachycuje tedy pohyb výnosů a nákladů. I u něj budeme při finanční analýze sledovat strukturu výkazu, jeho dynamiku, respektive dynamiku jednotlivých položek a budeme hledat odpověď na otázku, jak jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty ovlivňovaly výsledek hospodaření. Informace z výkazu zisku a ztráty jsou tedy významným podkladem pro hodnocení firemní ziskovosti. (Růčková, 2015)

Výkaz cash flow je účetní výkaz srovnávající bilanční formou zdroje tvorby peněžních prostředků a ekvivalentů (příjmy) s jejich užitím (výdaje) za určité období – slouží tedy k posouzení skutečné finanční situace podniku a odpovídá na otázku, kolik peněžních prostředků podnik vytvořil a k jakým účelům je použil. Za peněžní toky považujeme peníze v hotovosti včetně cenin, peněžní prostředky na účtu včetně případného pasivního zůstatku běžného účtu a peníze na cestě. Peněžními ekvivalenty se rozumí krátkodobý likvidní majetek, který je možno s nízkými dodatečnými transakčními náklady přeměnit v předem známou peněžní částku a u něhož se nepředpokládají významné změny v čase. (Růčková, 2015)

2.2 Klasické ukazatele měření výkonnosti podniku

V závislosti na konkrétních potřebách lze finanční analýzu účetních výkazů provádět různým způsobem, v různé míře podrobnosti, pomocí různých forem technik. (Grünwald & Holečková, 2007). Mezi klasické ukazatele měření výkonnosti podniku řadíme ukazatele absolutní, rozdílové, poměrové, pyramidové a souhrnné.

2.2.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele (také se používá pojem extenzivní ukazatele) vyjadřují určitý jev bez vztahu k jinému jevu. Jsou velmi citlivé na velikost podniku, což komplikuje nebo znemožňuje jejich použití při porovnávání výsledků různých podniků, můžeme je však dobře srovnávat v rámci jednoho podniku. Absolutní ukazatele můžeme dále členit na ukazatele stavové a tokové. (Grünwald & Holečková, 2007)

- **Stavové ukazatele** uvádí údaje o stavu (vázanosti) k určitému časovému okamžiku. Takovými ukazateli jsou například stav majetku a finančních zdrojů v rozvaze. (Grünwald & Holečková, 2007)
- **Tokové ukazatele** vypovídají o vývoji ekonomické skutečnosti za určité období (za časový interval), přičemž délka sledovaného období výrazně ovlivňuje výši tokových ukazatelů. Příkladem těchto ukazatelů jsou například výnosy a náklady, tvorba výsledku hospodaření. (Grünwald & Holečková, 2007)

2.2.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele se vypočítají jako rozdíl určité položky aktiv a určité položky pasiv. Tyto ukazatele se označují také jako fondy finančních prostředků nebo finanční fondy. Používají se především k analýze a řízení likvidity podniku.

- **Čistý pracovní kapitál (ČPK)** je nejčastěji používaným rozdílovým ukazatelem, jehož velikost je významným indikátorem platební schopnosti podniku. „Čím vyšší je čistý pracovní kapitál, tím větší by měla být při dostatečné likvidnosti jeho složek schopnost podniku hradit své finanční závazky. Nabývá-li tento ukazatel záporných hodnot, jedná se o tzv. nekrytý dluh. (Grünwald & Holečková, 2007)

- **Čisté pohotové prostředky (ČPP)** určují okamžitou likviditu právě splatných krátkodobých závazků. Zahrneme-li do peněžních prostředků pouze hotovost a zůstatek na běžném účtu, jde o nejvyšší stupeň likvidity. Mezi hotové peněžní prostředky se zahrnují i krátkodobé cenné papíry a krátkodobé termínované vklady, protože jsou v podmínkách fungujícího kapitálového trhu rychle přeměnitelné na peníze. (Pavelková & Knápková, 2011)
- **Čistý peněžně-pohledávkový fond (ČPPF)** představuje střední cestu mezi oběma výše uvedenými ukazateli, je konstruovaný tak, že vedle pohotových prostředků a jejich ekvivalentů zahrnuje do oběžných aktiv ještě krátkodobé pohledávky. (Grünwald & Holečková, 2007)

Tabulka 1: Rozdílové ukazatele

Ukazatel	Výpočet
ČPK	Oběžná aktiva - krátkodobá pasiva (dluhy)
ČPP	Pohotové peněžní prostředky - okamžitě splatné závazky
ČPPF	Oběžná aktiva - zásoby - nelikvidní pohledávky - kr. závazky

Zdroj: Vlastní zpracování.

2.2.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou nejčastěji používaným rozborovým postupem. Nejpravděpodobnějším důvodem je jejich jednoduchost, analýza poměrovými ukazateli vychází výhradně z údajů ze základních účetních výkazů. Využívá tedy veřejně dostupné informace a má k nim přístup také externí finanční analytik. (Růžičková, 2015). Mezi další přednosti poměrových ukazatelů patří možnost srovnávat různé velké společnosti, jejichž absolutní údaje se mohou odlišovat. (Živělová, 2007)

Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jedné nebo několika účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo k jejich skupině. (Růčková, 2015)

Poměrové ukazatele lze rozdělit do několika základních skupin podle toho, ze kterých účetních a neúčetních údajů vycházejí a na jaké rysy hospodaření podniku se zaměřují.

- **Ukazatele rentability** poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů podniku, jichž bylo užito k jeho dosažení. Čím vyšší hodnoty dosáhnou, tím lépe. Dokážou také říci, zda je efektivnější pracovat s vlastními prostředky nebo cizím kapitálem. Prozradí, jak úspěšně podnik zhodnotil svůj vlastní kapitál v podnikání, a

poukazuje na slabé stránky v hospodaření. Z matematického hlediska poměří zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů, které byly použity k jeho dosažení. Tyto ukazatele měří celkovou efektivitu řízení firmy a patří k nejdůležitějším ukazatelům. (Sedláček, 2011)

Mezi nejčastěji používané ukazatele rentability řadíme Rentabilitu aktiv (ROA), Rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE), Rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) nebo Rentabilitu tržeb (ROS).

Tabulka 2: Ukazatele rentability

Ukazatel	Výpočet
Rentabilita aktiv (ROA)	Čistý zisk / celková aktiva
Rentabilita dl. kapitálu (ROCE)	Čistý zisk / (dl. závazky + vl. kapitál)
Rentabilita vl. kapitálu (ROE)	Čistý zisk / vlastní kapitál
Rentabilita tržeb (ROS)	Čistý zisk / tržby

Zdroj: Vlastní zpracování.

- **Ukazatele zadluženosti** měří rozsah, v jakém je firma financována cizími zdroji a její schopnost pokrýt své závazky. Používání dluhu (finanční páka) ovlivňuje jak riziko, tak i výnosnost společnosti. (Blaha & Jindřichovská 2006) Zástupců ukazatelů zadluženosti je mnoho, v této práci bude použita Celková zadluženost a Úrokové krytí.

Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Výpočet
Celková zadluženost	Cizí zdroje / celková aktiva
Úrokové krytí	(Zisk před zdaněním + nákladové úroky) / nákladové úroky

Zdroj: Vlastní zpracování.

- **Ukazatele aktivity** měří efektivnost, se kterou podnik řídí svá aktiva. Tyto ukazatele většinou berou v úvahu údaje z rozvahy i z výkazu zisku a ztráty. Sleduje se jak obrat (kolikrát za rok se položka aktiv otočí), tak doba obratu (jak dlouho držíte peníze v podobě aktivní položky), kdy obrat by měl být co nejvyšší a doba obratu naopak co nejnižší. (Blaha & Jindřichovská 2006)

Tabulka 4: Ukazatele aktivity

Ukazatel	Výpočet
Obrat aktiv	Tržby / celková aktiva
Obrat zásob	Tržby / zásoby
Obrat pohledávek	Tržby / pohledávky
Doba obratu závazků	Závazky / průměrné denní tržby
Doba obratu zásob	Zásoby / průměrné denní tržby
Doba obratu pohledávek	Pohledávky / průměrné denní tržby

Zdroj: Vlastní zpracování.

- **Ukazatele likvidity** vysvětlují vztah mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy a schopnost podniku dostát svým závazkům. Do této skupiny patří Běžná likvidita (BL), Pohotovostní likvidita (PL) a Okamžitá likvidita (OL). (Blaha & Jindřichovská 2006)

Tabulka 5: Ukazatele likvidity

Ukazatel	Výpočet
Běžná likvidita	Oběžná aktiva / krátkodobé závazky
Pohotovostní likvidita	(Oběžná aktiva - zásoby) / krátkodobé závazky
Okamžitá likvidita	Finanční majetek / krátkodobé závazky

Zdroj: Vlastní zpracování.

- **Ukazatele tržní hodnoty** jsou odrazem reálného ocenění společnosti. Vztahují tržní cenu akcií firmy k jejím výnosům, k účetní hodnotě akcie a k dalším veličinám. Mezi ukazatele tržní hodnoty patří například Účetní hodnota akcie, Zisk na akcii, Poměr tržní ceny akcie k její účetní hodnotě, Dividenda na akcii, Procento dividendové výplaty nebo Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii. (Blaha & Jindřichovská 2006)

Tabulka 6: Ukazatele tržní hodnoty

Ukazatel	Výpočet
Aktivační poměr	1 - (dividenda / čistý zisk na akcii)
Čistý zisk na akcii	Čistý zisk / počet emitovaných akcií
Dividendové krytí	Čistý zisk na akcii / dividenda na akcii
Dividendový výnos	(Dividenda na akcii / tržní cena akcie) * 100
P/S ratio	Cena akcie / Obrat na akcii
P/B ratio	Tržní cena akcie / účetní hodnota akcie
P/E ratio	Tržní cena akcie / čistý zisk na akcii
Účetní hodnota akcie	Vlastní kapitál / počet emitovaných akcií
Výplatní poměr	Dividenda na akcii / čistý zisk na akcii

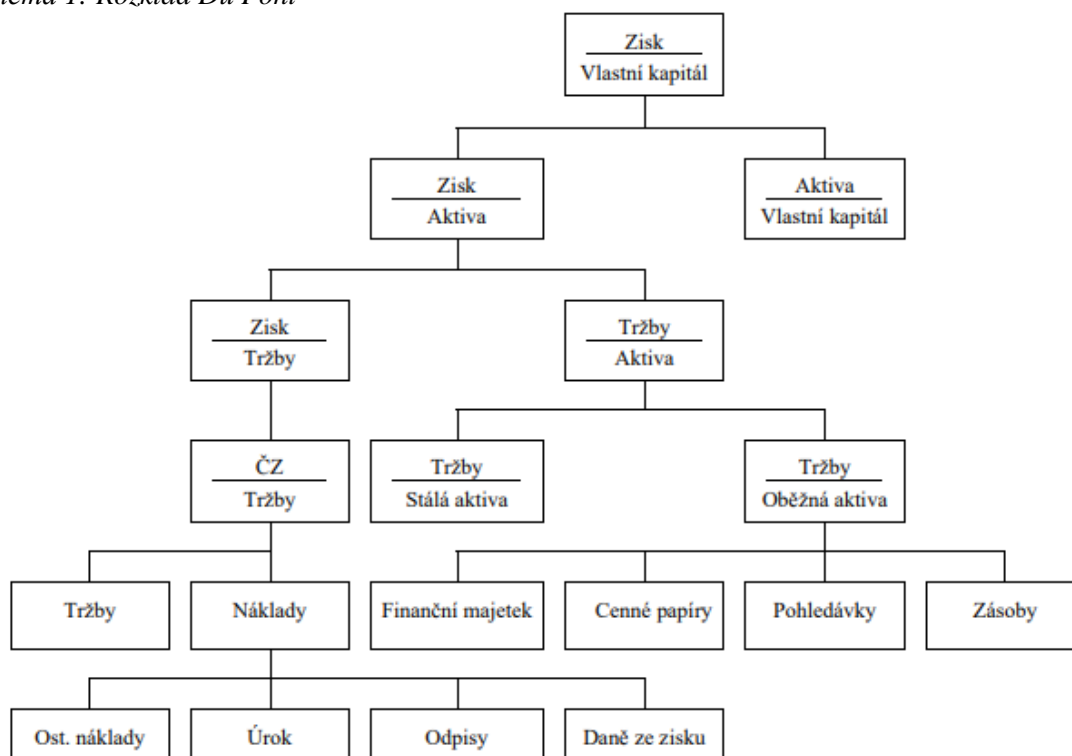
Zdroj: Vlastní zpracování.

2.2.4 Pyramidové ukazatele

Pyramidové soustavy ukazatelů rozkládají aditivní nebo multiplikační metodou vrcholový ukazatel. Cílem takovýchto soustav je na jedné straně popsat vzájemné závislosti jednotlivých ukazatelů a na straně druhé analyzovat složité vnitřní vazby v rámci pyramidy. Jakýkoliv zásah do jednoho ukazatele se pak projeví v celé vazbě. (Růčková, 2015)

Dodnes nejznámějším a nejtypičtějším pyramidovým ukazatelem je Du Pontův rozklad zaměřený na rozklad rentability vlastního kapitálu a na vymezení jednotlivých položek vstupujících do tohoto ukazatele. (Růčková, 2015)

Schéma 1: Rozklad Du Pont ⁽¹⁾



⁽¹⁾Du Pont diagram. Zdroj: Jindřichovská, I., Blaha, Z.: Podnikové finance, 2001

2.2.5 Souhrnné ukazatele

Do souhrnných ukazatelů řadíme bankrotní a bonitní modely. Bankrotní modely mají uživatele informovat o tom, zda je v dohledné době firma ohrožena bankrotem. Vychází se zde z faktu, že určitý čas před bankrotem vykazuje podnik symptomy, které jsou pro bankrot typické. Naopak bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního

zdraví firmy a stanovují, zda se firma řadí mezi dobré či špatné firmy. Jde tedy o komparaci firem v rámci jednoho oboru podnikání. (Růčková, 2015)

Při hodnocení firem pomocí souhrnných ukazatelů si musíme dávat pozor na interpretaci výsledků. Většina takto vytvořených soustav pracuje s výzkumy ekonomických podmínek, které nejsou identické s českým ekonomickým prostředím, ale speciálně pro podmínky České republiky byly vytvořeny specifické soustavy jak u bankrotních, tak i bonitních modelů. (Růčková, 2015)

Mezi bankrotní modely můžeme řadit například Altmanův model nebo Modely IN. Do bonitních modelů řadíme například Kralickův Quicktest, Tamariho model nebo soustavu Bilančních analýz podle Rudolfa Douchy. (Růčková, 2015)

2.2.6 Kritika klasických ukazatelů

Tradiční ukazatele jsou nedílnou součástí hodnocení výkonnosti společnosti, ale jsou kritizovány, a to zejména z následujících důvodů:

- Neberou v úvahu riziko, vliv inflace, nákladů obětované příležitosti a očekávaných budoucích přínosů podnikatelských aktivit a abstrahují od časové hodnoty peněz.
- Většina klasických ukazatelů obvykle je vysoce závislá a vychází pouze z údajů uvedených v účetních výkazech (včetně účetního výsledku hospodaření), které však mají omezenou vypovídací schopnost a ke kterým je nutné doplnit řadu informací. Potřebnými korekcemi vstupních údajů lze některé problémy odstranit nebo snížit jejich závažnost.
- Finanční analytik si musí být vědom a musí při hodnocení podniku zohlednit vliv mimořádných nebo sezonních událostí, kterými mohou být ovlivněna vstupní účetní data (například sezonní prodej lyží, hraček, šampaňského apod.).
- Další nevýhodou je nutnost srovnávat výsledky finanční analýzy s jinými, podobnými subjekty. Lze zde uplatnit postupy benchmarkingu, ale může být problém najít dva stejné podnikatelské subjekty, údaje mohou být nedostatečné, zkreslené nebo nedostupné. (Pavelková & Knápková, 2011)

2.3 Moderních ukazatele měření výkonnosti podniku

Kritika nedostatků tradičních ukazatelů vyústila v zavádění modernějších měřítek hodnocení výkonnosti společnosti. Nové ukazatele již berou v úvahu vliv inflace, rizika a pracují s náklady kapitálu. Moderní měřítko by měla využívat co nejvíce informací a údajů z účetnictví, včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny a zároveň zahrnovat kalkulace rizika a brát v úvahu rozsah vázaného kapitálu. Dále by měla umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění společností. Je však velmi obtížné najít ukazatele, který by splňoval všechny aspekty. Využívá se proto kombinace různých ukazatelů. (Mařík & Maříková, 2005)

Podle Maříka a Maříkové (2005) by měl moderní ukazatel splňovat následující kritéria:

- Vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií (shareholder value). Tato vazba by měla být prokazatelná statistickými propočty.
- Umožňovat využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí.
- Překonávat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihujícím finanční efektivnost. Především je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika a bral v úvahu rozsah vázaného kapitálu.
- Umožňovat hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků.

Najít ukazatel, který by vyhověl všem uvedeným požadavkům, je složité, a proto se v praxi používají různé ukazatele a koncepty řízení výkonnosti. Mezi nejrozšířenější moderní ukazatele patří zejména EVA a MVA, které zajišťují i cíle ostatních zájmových skupin, tedy stakeholderů. Dále například Diskontované Cash Flow, Exces return, Shareholder Value Added, Total Shareholder Return nebo Cash Flow Return on Investment.

2.3.1 Ekonomická přidaná hodnota - EVA

Koncept ekonomické přidané hodnoty je spojen s vytvořením hodnoty pro akcionáře a je široce používán. Jeho počátky jsou spjaty s ekonomem Alfredem Marshalllem, který více než před sto lety vyvinul koncept ekonomických příjmů. (Christopher, 2005)

Klasické pojetí ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA – Economic Value Added) pochází od pracovníků newyorské konzultační společnosti firmy Stern Stewart & Co, která tuto metodu objasnila v roce 1990 a to společně s vazbou na hodnotu přidanou trhem (MVA – Market Value Added). (Vochozka, 2011)

Ekonomická přidaná hodnota se objevila jako určitý pokus objektivizovat vnitřní finanční ukazatele s cílem dodat jim znovu vážnost. EVA je definována jako operativní výsledek hospodaření po zdanění snížený o náklady investovaného kapitálu. Těmito náklady je vyplacená odměna věřitelům (úroky a jistina) i vlastníkům (dividenda). Za úspěšnou je samozřejmě považována ta společnost, která dosáhne úrovně EVA v kladných hodnotách. Jednotlivé společnosti se pak dají relativně snadno srovnávat podle jednoho finálního čísla. Toto číslo do jisté míry komplexně popisuje stav společnosti, a to i včetně vztahu majitelů k ní. Stejně jako všechna zjednodušení, má i ukazatel EVA svoje značné problémy v aplikaci, kdy je například potřebné se vyrovnat s řadou účetních problémů. (Kislingerová, 2010)

Ukazatel EVA je zisk podniku po odečtení všech nákladů včetně nákladů kapitálu. (Brealey, Myers, Allen, 2014). Firma vytváří kladnou hodnotu tehdy, je-li čistý provozní výsledek hospodaření (NOPAT) vyšší než náklady použitého kapitálu. (Růčková, 2015). Společnost může samozřejmě generovat i negativní ekonomickou přidanou hodnotu, a to v případě, kdy jsou náklady na kapitál vyšší než zisk po zdanění. Dopadem negativní ekonomické přidané hodnoty, zejména pokud tento stav přetrvává delší dobu, je narušení hodnoty pro akcionáře. Naopak zlepšení EVA povede ke zvyšování hodnoty pro akcionáře. (Christopher, 2005)

Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který spojuje veškeré plánování, rozhodování a činnosti ve společnosti. Jelikož podniky v dnešní době používají k vyjádření svých cílů značné množství ukazatelů, jeví se ukazatel EVA efektivním systémem řízení podniku sjednocující komunikaci na všech úrovních řízení. (Pavelková & Knápková, 2005)

Podle ukazatele EVA je hlavním cílem podniku maximalizace zisku a to nikoli účetního (výnosy – náklady), ale ekonomického. Ekonomický zisk je rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady, které jsou tvořené (mimo účetních nákladů) ještě oportunitními náklady (tzv. náklady ušlých příležitostí). Tyto oportunitní náklady vyjadřují ztracené finanční prostředky, o které podnik přijde nesprávným alternativním využitím zdrojů (kapitálu, práce). Pod oportunitními náklady si můžeme představit ušlou mzdu nebo úroky z vlastního kapitálu. (Vochozka, 2011)

Účetní zisk = Výnosy – Účetní náklady

Ekonomický zisk = Celkový výnos kapitálu – Náklady na kapitál.

Chceme-li zjistit, zda firma vytvořila hodnotu, potřebujeme měřit, zda dosáhla zisku po odečtení všech nákladů, včetně nákladů na kapitál. (Brealey, Myers, Allen, 2014). EVA tedy ukazuje, jakou hodnotu dokázala společnost svou činností vytvořit navíc, než by vložený kapitál vydělal v rámci jiné investiční příležitosti se stejným rizikem. (Basovníková, 2010)

EVA oproti měřítkům výkonnosti založených na rentabilitě kapitálu vykazují základní odlišnosti. Vychází ze zisku v ekonomickém pojetí, tedy zahrnuje i alternativní náklady investovaného kapitálu. EVA zahrnuje pouze výnosy a náklady spojené s hlavní podnikatelskou činností a nezahrnuje výnosy a náklady, které jsou spojené s mimořádnými událostmi nebo nadstandardními aktivitami. Ukazatel EVA tedy bere při výpočtu nákladů kapitálu v úvahu pouze kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných při hlavní podnikatelské činnosti. Jedná se o absolutní ukazatel, který je samostatně využitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti společnosti a nepotřebuje srovnávací standard, jako je tomu u ukazatelů rentability. EVA jako systém řízení společnosti slouží pro oceňování společnosti, měří její výkonnost, uplatňuje se pro hodnocení investičních projektů a odměňování manažerů. (Basovníková, 2010)

Klady ukazatele EVA

- Odhaluje části podnikání, které nemají úplně nejlepší výkonnost.
- Naznačuje manažerům, aby investovali pouze za předpokladu, že nárůst zisku pokryje náklad kapitálu. Díky této zprávě mohou manažeři (v případě potřeby) zlepšit výslednou hodnotu ukazatele EVA prostřednictvím zvýšení zisku, nebo snížením použitého kapitálu.

- Je mnohem vhodnější k použití odměňování manažerů za ziskovost podniku než účetní zisk, který nezohledňuje náklady na kapitál. (Brealey, Myers, Allen, 2014).
- EVA vychází ze zisku v ekonomickém pojetí, tedy zahrnuje i alternativní náklady investovaného kapitálu.
- EVA zahrnuje pouze výnosy a náklady, které jsou spojeny s hlavní podnikatelskou činností a nezahrnuje výnosy a náklady spojené s mimořádnými událostmi nebo nadstandardními aktivitami.
- Ukazatel EVA tedy bere při výpočtu nákladů kapitálu v úvahu pouze kapitál, který je vázaný v aktivech využívaných při hlavní podnikatelské činnosti. (Basovníková, 2010)

Zápory ukazatele EVA

- Mezi hlavní nedostatky ukazatele EVA řadíme zejména kvalitu dat v účetnictví.
- Účetní data je nutné poměrně složitě upravovat a většinou je složité i stanovení nákladů na kapitál.
- Dále je těžké posoudit, zda za nízkou EVU může špatné řízení, nebo faktory, které manažeři neovlivní. (Brealey, Myers, Allen, 2014)
- Ukazatel EVA je vyjadřován absolutně, což zabraňuje jeho srovnání s jinou formou či oborovým průměrem. (Růčková, 2015)

Problémy spojené s ukazatelem EVA a účetními výnosovými měrami podle autorů Brealeyho, Myerse a Allena (2014):

Na rozdíl od měřítek založených na tržních hodnotách ukazují současnou výkonnost a nejsou ovlivněny očekáváním o budoucích událostech, která se odrážejí v dnešních tržních cenách. Výnosové míry nebo EVU lze vypočítat pro jednotlivé závody nebo divize. Obě měřítka jsou však založena na účetních hodnotách aktiv. Dluh a vlastní kapitál jsou také účetní hodnoty. Účetní neuvádějí v rozvaze všechna aktiva, naše výpočty však údaje z rozvahy berou za bernou minci. Také musíme brát v úvahu, že rozvaha nezobrazuje současné tržní hodnoty firemních aktiv. Aktiva jsou v účetnictví oceněna pořizovací cenou sníženou o kumulované odpisy. Starší aktiva mohou být v současných tržních podmínkách hrubě podhodnocena. Vysoký výnos z aktiv proto naznačuje, že podnik dobře funguje, protože v minulosti učinil ziskové investice, ale to nutně

neznámá, že by dnes bylo možné tato aktiva koupit za jejich účetní hodnotu. A naopak, nízké výnosy pravděpodobně znamenají špatná rozhodnutí v minulosti, ale neznamenají vždy, že by se dnes aktiva nedala jinde využít lépe.

2.3.1.1 Optimální kapitálová struktura a náklady na kapitál (WACC)

Optimální kapitálová struktura

Podle klasického (tradičního) přístupu, který většinou převládá, se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Jestliže podniková kapitálová struktura je optimální, je možné předpokládat, že celková tržní hodnota firmy dosahuje svého maxima. Je tomu tak díky nepřímé úměrnosti mezi tržní hodnotou firmy a průměrnými náklady na kapitál – tržní hodnota se zvyšuje, snižují-li se průměrné náklady na kapitál. Optimální kapitálovou strukturu proto můžeme také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu firmy. (Valach & kol, 2010)

Při uplatňování teorie optimální kapitálové struktury v praxi se setkáme se dvěma problémy:

- Obtížnost zjištění průměrných nákladů kapitálu, zejména pak nákladů vlastního kapitálu (obtížné získání informací o tržních cenách různých forem kapitálu, dále například nevyplácení dividend, odhad růstu dividend atd.)
- Nutnost zohlednit při volbě kapitálové struktury i jiné faktory (velikost a stabilita realizovaného zisku podniku, majetková struktura podniku, odvětvové standardy, požadavky věřitelů, postoj manažerů k riziku atd.) (Valach & kol, 2010)

Díky těmto problémům vznikla určitá modifikovaná definice optimální kapitálové struktury: za optimální se považuje takové rozložení kapitálu, které vychází z minimalizace průměrných nákladů kapitálu a které zároveň v souladu s předpokládaným vývojem podnikového zisku a předpokládanou strukturou podnikového majetku. (Valach & kol, 2010)

Nejnámější modely analyzující optimální kapitálovou strukturu pochází od profesorů Millera a Modiglianiho – modely MM I. – III. (Blaha & Jindřichovská, 2001)

Náklady na kapitál

Firmy obvykle udržují svůj celkový kapitál v různých formách (například část ve formě akciového kapitálu, část v podobě nerozděleného zisku, eventuálně část v podobě různých forem dluhů). Náklady celkového kapitálu podniku jsou potom ovlivněny nejen příslušnými náklady na získání jednotlivých druhů kapitálů, ale také podílem jednotlivých druhů kapitálu na celkovém kapitálu. Proto jsou často nazývány „průměrnými náklady kapitálu“. (Valach & kol, 2010)

Ve financování podniku je vhodné dodržovat zásadu, že dlouhodobý majetek je kryt dlouhodobými zdroji. Dlouhodobé financování musí zajistit rozpočtovaný kapitál s co nejnižšími náklady a nenarušit podstatně finanční riziko firmy. (Valach a kol, 2010)

Náklady kapitálu jsou pro podnik výdaj, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu, použitých na financování investic. Vyjadřují se v % z hodnoty kapitálu. Z hlediska poskytovatele kapitálu představují výnos, který požaduje za vložené peněžní prostředky a za podstoupené riziko. (Valach & kol, 2010)

Richard A. Brealey & kol. (2014) definuje náklady na kapitál jako minimální přijatelnou výnosovou míru z kapitálové investice. Je to alternativní náklad kapitálu, protože je roven očekávaným výnosovým měrám z alternativních investic, ke kterým mají investoři na trzích příležitost. Firma vytváří hodnotu pro akcionáře pouze tehdy, když dokáže vydělat víc, než je její náklad na kapitál, tzn. víc, než by investoři mohli vydělat sami.

Výše nákladů jednotlivých druhů kapitálu je ovlivněna především dobou splatnosti, stupněm rizika, které investor podstupuje, a způsobem úhrady nákladů kapitálu – čím je delší doba splatnosti kapitálu, tím vyšší požaduje investor výnos, tím vyšší je náklad kapitálu. Také růst rizika vede přirozeně k růstu požadované výnosnosti investorem a tím k růstu nákladů na kapitál. Jestliže může náklady na kapitál podnik zahrnovat do provozních náklad (například úrok), snižuje si tím daňový základ a tím se snižuje náklad na získání kapitálu. Opačně, pokud náklad musí být hrazen ze zisku po zdanění (například dividenda), je tento kapitál pro podnik dražší. (Valach & kol, 2010)

Průměrné náklady na kapitál

Průměrné náklady kapitálu jsou ve finančním řízení a rozhodování podniku využívány jako možný základ pro vymezení požadované výnosnosti při propočtu efektivnosti investic. Dále mohou sloužit ke stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku a k výběru optimální kapitálové struktury. (Valach & kol, 2010)

Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) se skládají z nákladů na cizí kapitál a nákladů na kapitál vlastní. Teorie ekonomické přidané hodnoty vychází z toho, že jedním z hlavních cílů firmy je maximalizace ekonomického zisku. Firmě tedy nejde o maximalizaci zisku účetního, který je běžně vykazován v rozvaze rozdílem mezi výnosy a náklady. Rozdíl mezi těmito dvěma pojmy spočívá především v položce nákladů, které u ekonomického zisku zahrnují také alternativní náklady (náklady ušlých příležitostí), z čehož vyplývá, že klasické vyjádření zisku ignoruje především náklady vlastního kapitálu, neboť náklady na cizí kapitál (úroky placené) ve výkazu zisku a ztráty zahrnuté jsou. (Růčková, 2015)

Sazba je vypočítána jako suma sazeb nákladů každého druhu kapitálu, které jsou váženy svým zastoupením na celkové výši kapitálu.

Průměrné náklady na kapitál plní při výpočtu EVA dvě základní funkce:

- určuje minimální rentabilitu kapitálu,
- je základnou pro diskontování budoucích EVA při oceňování pomocí této hodnoty. (Maříková & Mařík, 2001)

Při určení nákladů na kapitál rozlišujeme tři případy:

- EVA entity – je případ považovaný za základní, kdy NOPAT zahrnuje jak hospodářský výsledek použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu, tj. výnosy věřitelů.
- EVA equity – nároky a tedy i diskontní míra budou vyjádřeny pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. NOPAT v tomto případě musí být snížen o placené úroky.
- EVA APV – nejméně používaný případ, kde je diskontní sazba stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, ale při nulovém zadlužení podniku. (Maříková & Mařík, 2001)

Vzorec č. (2.1) zobrazuje obecný výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu.

$$WACC = r_d * (1 - d) * \frac{CK}{C} + r_e * \frac{VK}{C} \quad (2.1)$$

Kde:

WACC.....vážené průměrné náklady kapitálu

r_dnáklady na cizí kapitál (placené úroky)

r_enáklady na vlastní kapitál

ddaňová sazba

Ccelkový kapitál = VK + CK

VK.....vlastní kapitál

CK.....cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se propočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových plateb, které podnik platí z nejrůznějších forem kapitálu. Zajímají nás pouze náklady úročeného cizího kapitálu, který byl použit na financování operativních aktiv. Do nákladů úročeného cizího kapitálu se proto přiřazuje implicitní úroková míra, která je obsažena v leasingových platbách. (Mařík, 2001)

Nákladové úroky jsou součástí daňově uznatelných nákladů ve výsledovce, tj. platby za poskytnutý cizí kapitál snižují základ daně z příjmu, tedy i odváděné daně z příjmu, a proto znamenají pro podnik nižší skutečný výdaj. Tento efekt se nazývá **daňový štít** a ve vzorci pro WACC je zohledněn zahrnutím skutečných nákladů na cizí kapitál – tedy ne $r_d * D/C$, ale $r_d * (1 - d) * D/C$. (Scholleová, 2009)

Náklady na cizí kapitál bývají nižší, než náklady na vlastní kapitál, protože věřitel nese nižší riziko, než vlastník. Má předem smluvně zajištěnou pevnou částku, kterou mu firma platí a tato částka je uhrazována v rámci vykazování výsledků z běžného hospodaření podniku, zatímco vlastníkovy nároky jsou uspokojovány až z čistého zisku. (Scholleová, 2009)

Náklady na vlastní kapitál jsou problémovou kategorií a jejich odhad není snadný. Při nejběžnějším vyjadřování nákladů vlastního kapitálu se vychází z bezrizikové úrokové sazby, kterou navýšíme o přírážku za riziko vyplývající z investice do akcie. (Růčková, 2015) Jedná se o tzv. CAPM model, pro jehož výpočet musí být splněna řada podmínek, například dokonalost kapitálových trhů, obchodovatelnost všech aktiv, existence bezrizikové výpůjční a zápůjční sazby, tyto podmínky však není možné v praktickém využití splnit. Vzorec č. (2.2) zobrazuje výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí CAPM modelu. (Mařík, 2011)

$$r_e = r_f + \beta[E(R_m) - r_f] \quad (2.2)$$

Kde:

r_e náklady na vlastní kapitál

r_f výnosnost bezrizikových investic

β koeficient beta, který udává, zda riziko konkrétního aktiva je větší nebo menší než průměrná rizikovost na kapitálovém trhu

$E(R_m)$ očekávaná výnosnost na kapitálovém trhu

$E(R_m) - r_f$ riziková prémie kapitálového trhu, která odpovídá systematickému riziku tohoto trhu

Protože však společnost Kern-Liebers není obchodována na kapitálovém trhu a není možné splnit podmínky pro využití CAPM modelu, bude v této práci pro výpočet nákladů na vlastní kapitál využit alternativní model oceňování kapitálových aktiv. V podmínkách České republiky však neexistuje dostatečně likvidní a efektivní kapitálový trh a data z tuzemského kapitálového trhu nejsou dostatečně využitelná a spolehlivá, proto autor Mařík (2011) doporučuje základní rovnici naplnit daty z kapitálového trhu USA a upravit o aktuální riziko země. Potřebné údaje jsou k dispozici na webu profesora Aswatha Damodarana. Vzorec č. (2.3) zobrazuje výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí alternativního modelu.

$$r_e = r_f + \beta_Z * RPT + RPZ \quad (2.3)$$

Kde:

r_e náklady na vlastní kapitál

r_fvýnosnost bezrizikových investic

β_zodvětvové beta přenesené z amerického kapitálového trhu

RPT.....riziková prémie kapitálového trhu z USA

RPZ.....riziková prémie země.

Koeficient Beta zadlužená (β_z) bude stanoven pomocí hodnoty nezadluženého koeficientu beta z webu Damodaran, kde bude společnost Kern-Liebers zařazena do odvětví „Engineering“. Pomocí koeficientu beta nezadlužená můžeme snadno vypočítat koeficient betu zadluženou pomocí vzorce č. (2.4)

$$\beta_z = \beta_N * \left(1 + \frac{CK*(1-d)}{VK}\right) \quad (2.4)$$

Kde:

β_zbeta vlastního kapitálu u zadlužené firmy

β_Nbeta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

dsazba daně z příjmu

CK.....cizí kapitál

VK.....vlastní kapitál.

Další možnou variantou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je vzorec č. (2.5). Ten však již vychází ze znalosti vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC).

$$r_e = \frac{WACC * \frac{VK+BU+CK}{A} - (1-d) * \frac{U}{BU+CK} * \frac{BU+CK}{A}}{\frac{VK}{A}} \quad (2.5)$$

Kde:

BU..... bankovní úvěry

A..... aktiva celkem

U..... nákladové úroky

d.....daňová sazba

Náklady na cizí kapitál ani náklady na vlastní kapitál nejsou konstantní, ale jejich výše se odvíjí od vnímání podnikatelských rizik jak ze strany věřitele, tak vlastníka. V případě vyššího zadlužení budou oba vnímat větší riziko, ochota věřitelů poskytovat peníze bude nižší a odměnou za vstup do rizikovější pozice bude větší úrok. Také vlastník se bude cítit při vyšší zadluženosti ohrožen a bude vyžadovat vyšší výnosnost vlastního kapitálu. (Scholleová, 2009)

2.3.1.2 Čistá operativní aktiva (NOA) a Operativní čistý zisk (NOPAT)

Pro výpočet EVA je nezbytné upravit vstupní účetní data tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Jak již bylo zmíněno, účetnictví přes všechny snahy domácích a mezinárodních institucí neodráží ekonomickou situaci podniku zcela reálně. Účetní systémy jsou postaveny na zásadách opatrnosti a spíše, než na vlastníky, jsou zaměřeny na pohled věřitelů, kapitálových trhů a daňových zákonů. (Pavelková & Knápková, 2011)

Při výběru nutných úprav je potřebné zaměřit se na úpravu položek rozvahy a vymezit tzv. čistá operativní aktiva (NOA) a na úpravu výsledku hospodaření na tzv. operativní zisk (NOPAT), který se vztahuje k hlavní činnosti podniku. Výsledkem musí být dosažení symetrie mezi upravenou rozvahou a výkazem zisku a ztráty pro účely výpočtu EVA. (Pavelková & Knápková, 2011)

Podle Maditinos & kol. (2006) se úpravy týkají například oblastí inventarizace, kalkulace, ocenění, odpisů, nedobytných pohledávek, podmíněných závazků, ochrany životního prostředí, daní, inflace, leasingu, kurzových rozdílů a další. Za klíčové je považováno 20 – 25 úprav, ale běžně se jich používá 5 – 10.

- **Úpravy rozvahy pro získání NOA**

Vyloučení nedokončených investic – nedoporučují se zařazovat do NOA proto, že nejsou zatím použitelné v provozní činnosti podniku a nepodílí se na tvorbě současných hospodářských výsledků. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení kumulovaných neobvyklých zisků - NOPAT obsahuje pouze náklady a výnosy dosažené za běžné činnosti. Proto je třeba vyřadit náklady a výnosy, které byly dosaženy mimořádnou činností a tutéž úpravu provést v rozvaze. Pokud by se jednalo o kumulovanou neobvyklou ztrátu, rozvaha by se o ni navýšila. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení aktiv nepotřebných k operativní činnosti – tedy aktiva, která nejsou využívána a tudíž se nepodílí na tvorbě operativního zisku. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení zřizovacích výdajů – jedná se o náklady, které nejsou přímo spojeny s hlavní činností podniku a proto je nutné je vyloučit z aktiv a o stejnou částku snížit vlastní kapitál. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení finančních investic – pod touto položkou jsou myšleny podílové cenné papíry s rozhodujícím vlivem, s podstatným vlivem, realizovatelné cenné papíry, ostatní půjčky a jiný dlouhodobý finanční majetek. U těchto aktiv je nutné určit, zda jsou propojené s hlavní provozní činností podniku. Pokud ano, v NOA se ponechají a do výpočtu NOPAT je potřeba začlenit výnosy z těchto aktiv vzešlé. Pokud však nejsou spojené s provozní činností podniku, je nutné takováto aktiva z NOA odstranit. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení finančního majetku – jedná se o peníze, účty v bankách, krátkodobý finanční majetek. Peněžní prostředky by se měly udržovat jen v provozně nutné výši. Jestli tomu tak není, měl by být přebytek nad provozně nutnou výši odečten od NOA. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek – jedná se o prostředky, které byly vyplaceny dříve, než došlo k plnění ze strany dodavatele, a proto by měly být z výpočtu NOA vyloučeny. Pouze v případě že by byl za vynaložené zálohy v témže roce majetek získán a zařazen do majetku, může být v NOA ponechán. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení krátkodobých a dlouhodobých pohledávek – u krátkodobých pohledávek nelze při výpočtu NOA použít hodnotu daného roku, protože je možné, že

podnik nezískal finanční prostředky od odběratelů k tomu, aby za ně získal další aktiva. Z NOA by měly být vyřazeny i nedobytné pohledávky, pokud pominula šance na jejich splacení. (Maříková & Mařík, 2005)

Zahrnutí leasingu - prostřednictvím leasingu se financuje část investic podniku. Proto je žádoucí, aby majetek, který je formou leasingu najatý a z něhož plynou nájemci ekonomické užítky a rizika, byl zahrnut v rozvaze nájemce, aniž by k němu disponoval vlastnickým právem. Aktivace majetku pořízeného na leasing platí jak pro aktiva pořizovaná na finanční, tak i na operativní leasing. (Maříková & Mařík, 2005)

Zahrnutí Goodwill – toto aktivum by mělo být v NOA ponecháno, pokud je již v nějaké podobě v rozvaze vykázáno (v netto hodnotě). Pokud však bylo odepisováno a je tvořen dlouhotrvajícími aspekty podniku (dobré jméno, kvalifikovaný management, obchodní značka apod.), měl by být v NOA vykázán v brutto hodnotě, protože u dobře fungujícího podniku by se hodnota tohoto aktiva neměla snižovat. (Mařík, 2001)

Zahrnutí nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky - jedná se o náklady, které podnik vykáže v běžném období, ale jejich účinek bude, podobně jako u investic, dlouhodobý. Mezi tyto náklady lze zařadit například náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělání a výchovu pracovníků, náklady na marketing, náklady spojené se vstupem na nové trhy, náklady na reorganizaci podniku apod. (Maříková & Mařík, 2001)

Zahrnutí tichých rezerv – jedná se o rezervy vytvořené záměrně v nadbytečné výši, tedy snižující hodnotu aktiv. Proto by do nich měly být zahrnuty a ekvivalentně do vlastního kapitálu v pasivech. (Grünwald & Holečková, 2007)

Přecenění majetku – investiční majetek se doporučuje přecenit pokud možno reprodukčními cenami sníženými o reálné opotřebení, respektive tržní cenou, a dlouhodobý finanční majetek by měl být primárně oceněn tržní cenou. (Grünwald & Holečková, 2007)

Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál – tedy o neúročené krátkodobé závazky, u kterých nelze stanovit náklady na jejich financování. Jedná se zejména o závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, státu, jiné krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, rezervy mající povahu skutečných závazků apod.

Schémata č. 2 a 3 shrnují úpravy rozvahy, které jsou potřebné ke správnému vyčíslení čistých operačních aktiv (NOA).

Schéma 2: Dopady provedených úprav do aktiv ⁽¹⁾

<p>Stálá aktiva (dlouhodobá)</p> <ul style="list-style-type: none"> + goodwill (brutto hodnota) + kumulované neobvklé ztráty + aktivované náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky + zvýšení hodnoty majetku z přecenění (tiché rezervy) + hodnota leasingu - zůstatková hodnota majetku odkoupeného po skončení leasingu - neoperační dl. aktiva (zřizovací výdaje, nedokončené investice, oběžný majetek) - kumulované mimořádné zisky
<p>Oběžná aktiva (krátkodobá)</p> <ul style="list-style-type: none"> + zvýšení hodnoty majetku z přecenění (tiché rezervy) - neuročené krátkodobé závazky - neoperační oběžná aktiva

Schéma 3: Dopady provedených úprav do pasiv ⁽²⁾

<p>Vlastní kapitál</p> <p>Změny vyvolané úpravou aktiv</p> <ul style="list-style-type: none"> + goodwill (brutto hodnota) + aktivované náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky + kumulované neobvklé ztráty + tiché rezervy - neoperační aktiva - kumulované mimořádné zisky +/- kumulovaná úprava VH o náklady spojené s leasingem <p>Změny ostatní</p> <ul style="list-style-type: none"> + nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků
<p>Cizí zdroje</p> <p>Změny vyvolané úpravou aktiv</p> <ul style="list-style-type: none"> + závazky z leasingu - neuročené krátkodobé závazky (i pasivní časové rozlišení) <p>Změny ostatní</p> <ul style="list-style-type: none"> - nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků (přesun do VK)

⁽¹⁾Impacts of changes to assets; ⁽²⁾Impact of changes to liabilities. Zdroj: Mařík & Maříková (2005), vlastní zpracování.

- **Úpravy výkazu zisku a ztrát pro získání NOPAT**

Vyloučení mimořádných položek – například změn ve způsobu ocenění majetku, manka a škody a nároky na jejich úhradu, náklady na restrukturalizaci, mimořádné odpisy majetku apod. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu - náklady cizího kapitálu nejsou obsaženy v sazbě průměrných vážených nákladů kapitálu, je proto nutné zařídit, aby placené úroky nesnižovaly hospodářský výsledek. Proto se z finančního nákladu vyloučí placené úroky a úroky implicitně obsažené v leasingových platbách, tj. připočtou se zpět k hospodářskému výsledku. (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení změn vlastního kapitálu – Jde o náklady na výzkum a vývoj. Tyto náklady jsou vypuštěny a nahradí se odhadem odpisů aktivovaných nákladů. Většinou bývá doporučována doba odepisování 5 let. Do hospodářského výsledku je třeba také započítat případné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky (oproti účetním stavům). Vyloučit z hospodářského výsledku je naopak třeba tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily hospodářský výsledek (např. neúměrné vysoké odpisy, nadměrnou tvorbu opravných položek apod.). (Maříková & Mařík, 2005)

Vyloučení výnosů z neoperativního majetku – analytik musí posoudit, zda finanční investice a finanční majetek mají operativní charakter. Výnosy z provozně nepotřebných aktiv je potřeba z hospodářského výsledku vyloučit. (Maříková & Mařík, 2005)

Úprava daní - NOPAT je operativní zisk po zdanění, je proto nutné zjistit daň, která by byla placena z operativního zisku (COT – Cash Operating Taxes). Častý postup, který se v tomto případě používá, spočívá v tom, že se NOPAT vynásobí daňovou sazbou, ale takto můžeme v praxi získat velmi zkreslený výsledek, protože v účetním hospodářském výsledku, ze kterého NOPAT vychází, může být řada výnosových a nákladových položek, které nejsou daňově uznatelné. Chceme-li získat přesnější daň z NOPAT, můžeme použít některý z těchto postupů:

- a) Propočteme skutečnou daňovou sazbu tak, že vydělíme splatnou daň účetním hospodářským výsledkem. Takto pojmávané daňové sazby se většinou podstatně liší od sazeb daní stanovených zákonem, protože ty se samozřejmě vztahují k daňovému základu a nikoli k účetnímu hospodářskému výsledku. NOPAT pak vynásobíme touto skutečnou sazbou.

- b) Pracnější, ale ještě o něco přesnější výsledek získáme, když vyjdeme ze splatné daně pro daný rok a tu snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky. (Maříková & Mařík, 2005)

Schémata č. 4 a 5 shrnují všechny úpravy směřující k vyčíslení čistého operačního zisku po zdanění, ale před placením úroků (NOPAT). Jako základ může být zvolen Hospodářský výsledek z běžné činnosti, nebo Provozní výsledek hospodaření, podle toho se také liší některé položky úprav.

Schéma 4: Shrnutí úprav hospodářského výsledku běžné činnosti ⁽¹⁾

Hospodářský výsledek z běžné činnosti	
+	odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
+	aktivované náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky
+	nákladové úroky
+	provozní náklady na neoperační majetek
+	neobvyklé (mimořádné) ztráty
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
+/-	eliminace tvorby a rozpuštění nákladových rezerv (tichých rezerv)
-	neobvyklé zisky
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeního aktivací nákladů s před. dlouh. účinky
-	výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
+/-	upravená daň na úrovni NOPAT

Schéma 5: Shrnutí úprav provozního VH ⁽²⁾

Provozní výsledek hospodaření	
+	odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
+	aktivované náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky
+	finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do operativních aktiv
+	provozní náklady na neoperační majetek
+	neobvyklé (mimořádné) ztráty
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeního aktivací nákladů s před. dlouh. účinky
-	výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy)
+/-	eliminace tvorby a rozpuštění nákladových rezerv (tichých rezerv)
+/-	upravená daň na úrovni NOPAT

⁽¹⁾Summary of adjustments of profit; ⁽²⁾Summary of adjustments of operating profit. Zdroj: Mařík & Maříková (2005), vlastní zpracování.

2.3.1.3 Způsoby výpočtu ukazatele EVA

Ačkoliv výpočet ekonomické přidané hodnoty se zdá být jednoduchý, není tomu tak. K vyjádření ukazatele EVA jsou potřeba tři veličiny, a to Čistá operativní aktiva (NOA), Operativní čistý zisk (NOPAT) a Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). Vzhledem k tomu, že pomocí ukazatele EVA chceme vyčíslit ekonomický zisk pro vlastníky, není možné za NOPAT dosadit provozní výsledek hospodaření a položkou aktiv z rozvahy vyjádřit NOA. Kdybychom to udělali, ukazatel EVA by vykázal stejné nedostatky, jako běžně užívané klasické ukazatele finanční výkonnosti podniku. Je tedy nutné transformovat účetní data do ekonomického modelu.

Konstrukce ukazatele EVA Entity

Následující vzorec je považován za základní pro výpočet ukazatele EVA. První část vzorce je označována jako čistý provozní výsledek hospodaření, neboť do součinu vstupují pouze provozní výsledek hospodaření a výše daňové sazby ($NOPAT = EBIT * (1 - \text{daňová sazba } v \%)$). Cílem čistého provozního výsledku hospodaření je přiblížit v maximální možné míře účetní pojetí firemního zisku investorů. Druhá část vzorce se zabývá celkovým investovaným kapitálem, který je zpoplatněn váženými průměrnými náklady kapitálu. (Růčková, 2015)

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC \quad (2.6)$$

Kde:

NOPAT.....zisk z hlavní činnosti podniku (zisk z provozních operací) po zdanění

Capital.....firmou použitý kapitál vázaný v aktivech, která slouží k hlavní činnosti podniku

WACC.....průměrné vážené náklady kapitálu

Pokud je výsledek ukazatele EVA kladný, firma vytváří hodnotu, pokud je záporný, firma naopak hodnotu ničí.

Tento základní vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je označován jako „Capital Charge“, tedy vyjádřený pomocí nákladů na kapitál.

Základní vzorec může být vyjádřen i v následující podobě:

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC \quad (2.7)$$

V tomto případě je položka Capital nahrazena čistými operativními aktivy (NOA), která jsou potřebná k dosahování základního cíle podniku.

Konstrukce ukazatele EVA Equity

Dalším možným vyjádřením ukazatele EVA je pomocí rentability vlastního kapitálu, kdy část vzorce $ROE - r_e$ je nazývána **spread**. Tato verze výpočtu je jednodušší, než metoda Entity, protože není nutné vymezovat operativní aktiva, prostřednictvím kterých podnik dosahuje operativního výsledku hospodaření.

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (2.8)$$

Pokud si za rentabilitu vlastního kapitálu dosadíme vzorec $\check{C}Z/VK$ a roznásobíme závorku, dostaneme další možnou verzi vyjádření ekonomické přidané hodnoty:

$$EVA = \left(\frac{\check{C}Z}{VK} - r_e \right) * VK = \check{C}Z - r_e * VK \quad (2.9)$$

Kde:

$\check{C}Z$čistý zisk

$VK * r_e$náklady na vlastní kapitál v absolutním vyjádření.

Výhodou modelu Equity je jeho jednoduchost díky veřejně dostupným účetním informacím společností a také možnost vyčíslit ukazatel EVA pomocí veřejně dostupných

dat. Naopak nevýhodou tohoto modelu je nutnost odhadnout náklady vlastního kapitálu a transformovat účetní data na ekonomický model, a proto může být výsledek hodnocení výkonnosti podniku zkreslený.

Ukazatel EVA equity se dá snadno vypočítat na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, kde po zadání požadovaných účetních údajů uživatel získá mnoho informací a výsledných ukazatelů, včetně ukazatele EVA equity. Jak již bylo řečeno, tento ukazatel však může být zkreslený.

Relativní ukazatele EVA

Jedním ze záporů ukazatele EVA je nemožnost jeho použití k mezipodnikovému srovnávání, proto byly vyvinuty také relativní ukazatele EVA. Patří mezi ně Hodnotové rozpětí, relativní EVA podle London Business School a EVA – ROS.

Hodnotové rozpětí (value spread) je rozhodující veličina k měření výnosnosti kapitálu upravené o riziko. Pomocí tohoto ukazatele lze srovnávat podniky s rozdílnou velikostí, vybavením kapitálem, kapitálovou strukturou a především s rozdílnou rizikovostí. (Pavelková & Knápková, 2005)

$$\begin{aligned} \text{Hodnotové rozpětí} &= \frac{EVA}{NOA} = \frac{NOPAT - WACC * NOA}{NOA} = \frac{NOPAT}{NOA} - \frac{WACC * NOA}{NOA} = \\ &= r - WACC \end{aligned} \quad (2.10)$$

Kde:

r.....rentabilita čistých operativních aktiv

Ukazatel Relativní EVA byl navržen specialisty London Business School a umožňuje srovnávat podniky s různou pracovní a kapitálovou intenzitou a vyjadřuje podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku. (Pavelková & Knápková, 2005)

$$\text{Relativní EVA} = \frac{EVA}{\text{Osobní náklady} + WACC * NOA} \quad (2.11)$$

Ukazatel EVA – ROS je vztažen k dosaženému obratu. Výhodou tohoto ukazatele oproti normálnímu ukazateli rentability obratu je, že zde vycházíme jen z provozního hospodářského výsledku, výsledkem je tedy provozní marže, která má lepší vypovídací schopnost než klasická rentabilita obratu. (Maříková & Mařík, 2005)

$$EVA - ROS = \frac{EVA}{Obrat} \quad (2.12)$$

2.3.2 Cash Flow Return on Investment – CFROI

Tento ukazatel využívá konceptu vnitřního výnosového procenta. Jeho hodnotu lze interpretovat jako takovou provozní výkonnost, které by společnost dosáhla v případě, že by bez dodatečných investic byla schopna generovat po dobu životnosti provozních aktiv provozní cash flow o stejném objemu, jakého dosáhla ve sledovaném období. Provozní výkonnost podniku, která je reprezentována hodnotou CFROI, se následně porovnává s výnosností požadovanou investory vyjádřenou váženým průměrem nákladů kapitálu (WACC). (Kislingerová, 2001)

Výpočet ukazatele se provádí pomocí vzorce (2.13).

$$I = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{NA}{(1+CFROI)^n} \quad (2.13)$$

Kde:

I.....investice

BCF...brutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci

NA.... hodnota neodepisovaných aktiv

n..... doba ekonomické životnosti

t..... jednotlivé roky budoucího období n

2.3.3 Diskontované cash flow - DCF

Samotný výsledek výpočtu CF představuje absolutní veličinu, která nezohledňuje čas, kdy jsou peněžní toky vytvářeny, ani riziko, při němž jsou peněžní toky produkovány. Tyto okolnosti bere v úvahu až DCF pomocí nákladů na kapitál. Tím se stává výhodným měřítkem výkonnosti podniků a je využíváno při oceňování podniku a hodnocení výhodnosti investic. (Pavelková & Knápková, 2011)

Pro hodnocení každé investice je nutné posoudit tzv. čistou současnou hodnotu, jejíž výpočet vychází z diskontovaného cash flow a kapitálového výdaje na investici. Kladný výsledek by měl zaručit přijetí investice, která přispěje ke zvýšení hodnoty podniku. (Pavelková & Knápková, 2011)

$$\check{C}SH = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (2.14)$$

Kde:

CF.....peněžní toky z realizace investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice

K..... kapitálový výdaj spojený s investicí

n..... doba životnosti investice

i..... diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice

Výsledek:

$\check{C}SH > 0$ je projekt pro podnik přijatelný, zaručuje požadovanou míru výnosu a zvyšuje tržní hodnotu podniku

$\check{C}SH < 0$ není projekt pro podnik přijatelný, nezajišťuje požadovanou míru výnosu a jeho přijetí by snížilo tržní hodnotu podniku

$\check{C}SH = 0$ je projekt z hlediska tvorby hodnoty lhostejný

2.3.4 Excess Return

Excess Return je další moderní ukazatel, který vychází z tržní hodnoty. Jeho výpočet je následovný:

$$ER = \text{skutečná hodnota v období } n - \text{očekávaná hodnota bohatství v období } n$$

Kde:

Skutečná hodnota bohatství = odpovídá budoucí hodnotě přínosů pro vlastníky.

Očekávaná hodnota bohatství = vyjadřuje hodnotu investovaného kapitálu na konci sledovaného období, které by investovaný kapitál měl dosáhnout při investorem požadované výnosnosti.

2.3.5 Shareholder Value Added – SVA

Tento ukazatel představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k určitému datu. Jeho výpočet je uveden ve vzorci (2.15).

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1} \quad (2.15)$$

Kde:

SV..... hodnota podniku pro vlastníky

t..... období – délka prognózovaného období odpovídá délce trvání konkurenční výhody, kdy podnik dosahuje výnosnosti vyšší, než jsou náklady na kapitál.
(Pavelková & Knápková, 2005)

2.3.6 Total Shareholder Return – TSR

Tento ukazatel dokáže přímo měřit změny v bohatství akcionářů v daném období. Total Shareholder Return je funkcí výše vyplácených dividend a zvýšení nebo snížení ceny akcie na konci období v porovnání se začátkem období. V procentuálním vyjádření je obdobou ukazatele Excess Return, který dává výsledek v absolutním vyjádření.
(Pavelková & Knápková, 2005)

Toto měřítko je možné použít pouze pro měření výkonnosti obchodovaných podniků. Není možné pomocí něj měřit výkonnost neobchodovaných společností nebo jednotlivých divizí. (Pavelková & Knápková, 2005)

2.3.7 Tržní přidaná hodnota - MVA

Vochozka (2011) definuje ukazatel MVA jako měřítko efektivnosti manažerské práce v závislosti na rozšiřování jmění akcionářů od doby založení podniku. Mohou ho však využívat jen společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na burze. Výsledek MVA je rozdílem tržní hodnoty akcií a investovaného kapitálu (tržní hodnota akcie je částka, kterou by akcionář získal prodejem svých akcií a investovaný kapitál představuje částku, kterou akcionář vložil do podniku při jeho založení).

Ukazatel MVA měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem, který byl do podniku investován. Je to tedy ta část tržní hodnoty, o kterou jsou akcionáři bohatší díky tomu, že investovali svůj kapitál do výkonného podniku. Hodnota tržní přidané hodnoty může být pozitivní i negativní. Ke zvýšení MVA může dojít pouze tehdy, pokud investovaný kapitál vydělá více, než představují náklady na kapitál. (Pavelková & Knápková, 2005)

Cílem podniku je dosáhnout co nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele. Přičemž nelze dosáhnout nejvyšší hodnoty ukazatele pouhým navýšením vloženého kapitálu, i když tím vzroste hodnota společnosti. Ke zvýšení MVA dojde pouze tehdy, kdy tento investovaný kapitál vydělá více, než představují náklady na kapitál. Nevýhodou tohoto ukazatele je, že není vždy evidentní a měřitelné, co je výsledkem práce manažerů a co okolností, které manažeři nemohou ovlivnit. Neukazuje, zda skutečná hodnota je v souladu s hodnotou očekávanou. Očekávání odráží riziko, které investoři nesou, a tedy čím je riziko vyšší, tím vyšší výnosnost investoři očekávají. (Synek & Kislíngrová, 2010)

Tento ukazatel lze použít u podniků veřejně obchodovatelných a jeho výhodou je, že hodnota je uznána trhem – jsou v ní zahrnuty odhady budoucího vývoje. Nevýhodou ukazatele MVA je, že neukazuje, zda je dosažená hodnota v souladu s očekáváním investorů, a že není vždy měřitelné, co je práce manažerů a co okolností, které manažeři ovlivnit nemohou. Další nevýhodou je, že ukazatel měří celopodnikovou výkonnost a nelze jej použít pro vnitropodnikové řízení.

Ukazatel MVA je možné počítat dvěma způsoby – ex post pomocí vzorce (2.16), který lze využít pouze u obchodovaných akciových společností, protože při zjišťování tržní hodnoty podniku se vychází z aktuální ceny na trhu (tedy z tržní ceny akcií podniku na kapitálovém trhu). (Mařík, 2011) Druhý způsob výpočtu MVA je označován jako tzv. ex ante, kdy lze ukazatel MVA vyjádřit s propojením na ukazatel EVA tak, jak zobrazuje vzorec (2.17), protože MVA je vyjádřením současné hodnoty všech budoucích hodnot ekonomické přidané hodnoty.

$$MVA = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (2.16)$$

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (2.17)$$

2.4 Benchmarking

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA je výsledkem spolupráce státní správy (Ministerstva průmyslu a obchodu) s Vysokou školou ekonomickou, jejíž představitelé, manželé Neumaierovi, jsou autory metodiky INFA. MPO zabezpečuje datovou základnu, programátorskou kapacitu a společně s VŠE metodický rámec a analytické práce. (<https://www.mpo.cz>)

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. (<https://www.mpo.cz>)

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA byl k 30. 4. 2012 inovován. Inovace spočívá především v zavedení odvětvové klasifikace CZ-NACE a úpravě algoritmů výpočtů daných změnou ve výkazech ČSÚ. (<https://www.mpo.cz>)

Autor Filip Šmída (2007) definuje Benchmarking jako manažerský nástroj, který se systematicky zabývá měřením a porovnáváním podnikových procesů, činností, produktů a služeb s tím, jak je provádějí organizační jednotky v rámci podniku (vnitřní benchmarking), nejlepší firmy v odvětví (vnější benchmarking) nebo kdekoli na světě

(funkční benchmarking). Na základě výsledků benchmarkingu je možné rozhodnout se, co je potřeba zlepšit, abychom si udrželi špičkovou světovou konkurenceschopnost.

Podle autora Miloslava Keřkovského (2012) zahrnuje benchmarking především získání orientačních veličin (benchmarks) vedoucích výrobců, které mohou při srovnání s hodnotami charakterizujícími vlastní výrobu odhalit možná zlepšení. Dále doporučuje, aby byl benchmarking realizován jako nepřetržitý proces realizovaný formou následující posloupnosti kroků:

- Výběr procesů a funkcí, které mají být hodnoceny.
- Vytvoření interdisciplinárního týmu pro realizaci benchmarkingu.
- Identifikace benchmarks.
- Určení firmy, s níž bude srovnání uskutečněno.
- Zjištění charakteristik vlastní organizace.
- Zjištění charakteristik porovnávané firmy.
- Porovnání zjištěných charakteristik a zpracování akčního plánu pro zlepšení.
- Realizace a sledování akčního plánu.
- Aktualizace benchmarks a příprava nového kola porovnávání.

V praktické části bude proveden benchmarking společnosti Kern-Liebers s pomocí diagnostického systému finančních indikátorů INFA dostupného z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO). Výsledkem této analýzy budou ukazatele, které jsou mezi sebou provázané a vzájemně se ovlivňují a vrcholovým ukazatelem je Ekonomická přidaná hodnota.

Vzájemné vztahy jednotlivých ukazatelů jsou lépe čitelné a lépe pochopitelné v následujícím obrázku.

3 CÍL A METODIKA PRÁCE

Cílem této diplomové práce je posoudit využitelnost moderních metod hodnocení finanční situace podniku se zaměřením na ukazatele EVA, MVA a náklady na kapitál a tyto moderní metody porovnat se staršími, klasickými ukazateli. Výpočty budou provedeny za roky 2012 – 2016 na základě údajů uvedených v datové části vlastní práce a výkazy v plném rozsahu za celý podnik jsou uvedeny v příloze č. 1 a 2.

Aby bylo možné splnit cíl této práce, bude nutné nejprve vyhodnotit ukazatele klasické Finanční analýzy. Zde bude analyzována majetková a kapitálová struktura podniku a budou provedeny výpočty ukazatelů rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. Vzhledem ke specifickým sledované společnosti budou ukazatele aktivity rozšířeny o metodu ABC a u ukazatele likvidity bude alternativně vypočten i ukazatel Čistý pracovní kapitál.

V druhém kroku se tato práce zaměří zejména na ukazatele Ekonomická přidaná hodnota a Náklady na kapitál. Určení ukazatele EVA bude obtížné, podle detailní metodiky popsané níže bude potřeba přecenit položky dlouhodobého majetku na tržní ceny a provést další úpravy účetních dat na data ekonomická a vyčíslit tak Čistá operativní aktiva (NOA) a obdobně počítat i Operativní čistý zisk (NOPAT). Dále bude nutné vyčíslit položky Průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC), kdy Náklady na vlastní kapitál budou počítány alternativním modelem podle autora Maříka (2011), který doporučuje využít data z amerického kapitálového trhu a upravit je o riziko dané země. Dále budou vypočteny relativní ukazatele EVA, které jsou vhodné pro mezipodnikové srovnávání.

Ve třetím kroku bude proveden rozklad EVA, aby bylo možné identifikovat hlavní generátory hodnoty a jejich vliv na vrcholový ukazatel.

Ve čtvrtém kroku bude podnik porovnán s odvětvím pomocí systému INFA, aby bylo možné srovnat hodnoty nákladů na kapitál počítané pomocí dvou různých metodik.

V posledním kroku bude provedeno porovnání výsledků klasických a moderních ukazatelů hodnocení finanční situace podniku a v závěru bude shrnuta celá diplomová práce a zjištěné výsledky.

PODROBNÁ METODIKA

V první části vlastní práce bude na základě údajů v datové části provedena Finanční analýza sledované společnosti v letech 2012 – 2016. Nejprve bude analyzována majetková a kapitálová struktura podniku, poté budou vypočteny ukazatele rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity s tím, že ukazatele aktivity budou vzhledem ke specifickému zaměření sledované společnosti rozšířeny o ABC analýzu odběratelů a ukazatele likvidity budou rozšířeny o analýzu čistého pracovního kapitálu. Pro výpočet všech ukazatelů budou použity vzorce z kapitoly 2.2.

Ukazatele rentability z matematického hlediska poměřují čistý zisk společnosti s vyšší zdrojů, které byly použity k jeho dosažení - ukazatel Rentabilita aktiv poměřuje čistý zisk s aktivy, Rentabilita dlouhodobého kapitálu poměřuje čistý zisk se součtem dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu a ukazatel Rentabilita vlastního kapitálu poměřuje čistý zisk s vlastním kapitálem.

Ukazatele zadluženosti nezahrnují rezervy, které ve finančním systému společnosti představují zadržovaný zisk. Celková zadluženost podniku, která poměřuje celkové závazky a celková aktiva, je indikátorem věřitelského rizika. Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost celkového majetku podniku a tím vyšší je riziko věřitelů. Proto věřitelé preferují nízkou hodnotu tohoto ukazatele, ale vlastníci naopak potřebují větší finanční páku, aby znásobili své zisky. Podle Pavelkové a Knápkové (2011) se doporučená hodnota celkové zadluženosti pohybuje v rozmezí 30 – 60 %.

Ukazatele aktivity budou vypočteny jak ve variantě Obrat (zásob, pohledávek, aktiv) tak i Doba obratu (zásob, pohledávek, závazků). Ukazatele obratu říkají, kolikrát za rok se položka aktiv otočí a ukazatele doby obratu říkají, jak dlouho (kolik dní) podnik drží peníze v podobě aktivní položky. Obrat by měl být co nejvyšší a doba obratu naopak co nejnižší. Důvodem pro výpočet obou variant, které uživateli dávají v podstatě stejnou informaci, je to, že obrat položek by nemusel být dostatečně jasný, ale doba obratu udávající výsledky ve dnech může být lépe pochopitelná. Podle OKEČ je doporučená hodnota obratu aktiv u podniku činného v oblasti strojírenství v rozmezí 1 - 1,5. Podle Blahy a Jindřichovské (2006) by se doporučené hodnoty obratu zásob měly pohybovat v rozmezí 4,5 – 6. Čím vyšší hodnoty podnik dosáhne, tím lépe, neboť vyšší hodnota svědčí o neustálém pohybu zásob.

Protože sledovaná společnost obchoduje na mezinárodních trzích a své výrobky dodává prakticky do celého světa, bude provedena ABC analýza odběratelů. Principem analýzy ABC je rozdělení odběratelů do tří kategorií podle jejich procentuálního podílu na celkových tržbách. Cílem této analýzy je identifikovat skupinu prvků, které jsou podstatné pro celkový výsledek podnikání společnosti.

Ukazatele likvidity jsou dalšími důležitými zástupci klasické finanční analýzy. Do této skupiny patří Běžná likvidita (BL), Pohotové likvidita (PL) a Okamžitá likvidita (OL). Podle autorky Růčkové (2015) jsou doporučené hodnoty pro běžnou likviditu v rozmezí 1,5 – 2,5, pro peněžní likviditu 0,7 – 1,2 a pro okamžitou likviditu 0,2 – 0,5. V rámci ukazatelů likvidity bude sledován i čistý pracovní kapitál, který je významným indikátorem platební schopnosti podniku. Je třeba držet úroveň čistého pracovního kapitálu v takové míře, která zajistí hladké fungování firmy a zároveň neznamená zbytečně velké náklady na financování z dlouhodobých nebo vlastních zdrojů.

Druhá část vlastní práce se bude zabývat výpočtem ukazatele Ekonomická přidaná hodnota u sledovaného podniku v letech 2012 – 2016. Než se však dostaneme k finálnímu výpočtu ukazatele EVA, bude nutné stanovit hodnoty čistých operativních aktiv (NOA), operativního čistého zisku (NOPAT) a průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Čistá operativní aktiva (NOA) vyjadřují aktiva, která jsou potřebná k zajištění hlavní provozní činnosti podniku, a jejich hodnota nebude odpovídat hodnotě aktiv z rozvahy. Pro stanovení hodnoty NOA bude potřeba vyčlenit neoperativní aktiva, aktivovat položky, které nejsou v aktivech vykazovány a snížit aktiva o neúročený cizí kapitál. Hodnota NOA tedy bude vyčíslena jako původní celková aktiva podniku upravená o níže uvedené položky.

- **Vyloučení neoperativních aktiv**

Z rozvahy bude potřeba vyloučit aktiva nepotřebná k hlavní provozní činnosti. Patří sem zejména finanční investice, kumulované neobvyklé zisky nebo ztráty, nedokončené investice, přebytečný krátkodobý finanční majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek, nedobytné pohledávky, případně další neoperativní aktiva. V této diplomové práci budou posouzeny následující položky.

Nedokončené investice jsou obvykle provozně nutné, ale protože nejsou zařazené do užívání, nepodílí se na tvorbě současného výsledku hospodaření. Proto je nutné je vyloučit z aktiv.

Krátkodobý finanční majetek by byl neoperativním aktivem, pokud by měl charakter strategické rezervy nebo by dosahoval částky vyšší, než je provozně nutné. Provozně nezbytná hodnota peněžních prostředků bude určena pomocí poměrového ukazatele okamžité likvidity, do které jsou zahrnovány peníze na běžných účtech, pokladní hotovost a obchodovatelné cenné papíry. Úprava krátkodobého finančního majetku bude provedena v případě, že ukazatel okamžité likvidity přesáhne hodnotu 0,5, což je podle autorky Růčkové (2015) horní hranice optimální hodnoty.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek jsou prostředky, které byly vyplaceny dříve, než došlo k plnění ze strany dodavatele, a proto budou z výpočtu NOA vyloučeny.

Provozně nepotřebné zásoby musí být také vyloučeny. Provozně nutná hodnota zásob bude stanovena jako optimální zásoba pro zajištění plynulé výroby na počet dní podle ukazatele Doba obratu zásob (hodnoty tohoto ukazatele jsou vypočteny v kapitole 4.3 Finanční analýza). Do výpočtu tohoto ukazatele nebude zahrnuta položka Nedokončená výroba (WIP – Work in Process). Důvod k vyloučení je fakt, že nedokončená výroba jsou zakázky ve výrobě, které mají svůj výrobní proces a čas potřebný na jejich dokončení a dle mého názoru nelze zmíněný ukazatel k této položce vztáhnout. Hodnota WIP logicky nebude zahrnuta ani do hodnoty Optimální (provozně nutné) zásoby.

Poslední položkou vylučovanou z NOA bude část pozemku vlastněného sledovanou společností. Tento pozemek byl zastavěn a využívám k hlavní výrobní činnosti jen z jedné poloviny. Druhá polovina „ležela ladem“ až do podzimu roku 2016, kdy začala výstavba nové části výrobní haly. Tato nová výrobní hala (včetně zatím nevyužitého pozemku) začala být k hlavní výrobní činnosti využívána přesně 13. 06. 2017 v rámci „předčasného užívání“. V hospodářských obdobích 2012 - 2015 tedy musí být hodnota NOA ponížena o polovinu hodnoty pozemku a v hospodářském období 2016 bude tato část pozemku zahrnuta do NOA pouze po dobu 18 dní (13. 06. – 30. 06. 2017).

- **Aktivace položek nevykazovaných v rozvaze**

Tato úprava spočívá v aktivaci položek jako goodwill, leasing, náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky a rozdíly z přecenění majetku. První tři položky společnost neeviduje, proto bude v této části provedeno pouze přecenění dlouhodobého majetku. Protože společnost vyrábí na relativně starším strojovém parku a mnoho položek bylo již odepsáno, jejich účetní hodnota je nulová. Přesto by reálně mohly být tyto položky prodány za určitou cenu. Přecenění části položek majetku bylo v podniku provedeno pro účely pojištění. Pokud měl majetek ve sledovaném roce zůstatkovou cenu vyšší než nula, přecenění nebylo provedeno, protože zůstatková cena odpovídala stavu majetku včetně jeho opotřebení. Pokud však majetek měl nulovou zůstatkovou cenu, byla pořizovací cena tohoto majetku vynásobena koeficientem 0,15 pro získání reálné hodnoty pro potřeby pojištění.

- **Provedení ostatních potřebných úprav**

Neúročený cizí kapitál je položka vylučovaná z pasiv a pro zachování podmínky účetnictví, kdy aktiva se musí rovnat pasivům, je nutné položky neúročeného cizího kapitálu vyloučit i z aktiv. Do této skupiny můžeme zařadit závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a sdružení, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení, závazky vůči státu – daňové závazky a dotace, závazky k podnikům s rozhodujícím a podstatným vlivem, jiné závazky a pasivní položky časového rozlišení (výdaje příštích období, výnosy příštích období).

Operativní čistý zisk (NOPAT) bude vypočten jako výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním upravený do takové podoby, aby byla dosažena symetrie mezi NOA a NOPAT. V této diplomové práci bude výsledek hospodaření z běžné činnosti podniku upraven o nákladové úroky, o výnosy a náklady z neoperativního majetku, o odpisy vzniklé z oceňovacího rozdílu DHM a bude provedena úprava daní.

Placené úroky bude potřeba vyloučit z finančních nákladů, tzn., budou připočteny k hospodářskému výsledku.

Úprava o výnosy a náklady z neoperativního majetku v sobě budou zahrnovat výnosy z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jejich ponížení o zůstatkovou cenu prodaných položek.

Odpisy z oceňovacího rozdílu DHM by měly být zahrnuty do nákladů, protože oceňovací rozdíl majetku byl zahrnut do NOA. Jelikož společnost eviduje celkem 4 499 položek dlouhodobého majetku a výpočet odpisů by byl příliš zdlouhavý a složitý, bude roční částka účetních odpisů navýšena o stejné procento, o které byla navýšena hodnota dlouhodobého majetku po přecenění reálnou hodnotou.

Úprava daní je nezbytnou součástí výpočtu NOPAT. Nejpracnější, ale zároveň nejpresnější způsob je podle Maříka a Maříkové (2005) vzít splatnou daň pro daný rok a tuto daň snížit nebo zvýšit o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o který se upravený výsledek hospodaření liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky.

Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) jsou poslední důležitou položkou před stanovením hodnoty EVA. Nejprve bude nutné určit váhy jednotlivých složek kapitálu podle podílu na celkovém kapitálu, dále určit náklady na cizí kapitál, poté náklady na vlastní kapitál a následně vyčíslit vážené průměrné náklady kapitálu.

- **Náklady na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál jsou náklady té části kapitálu, kterou podnik získá formou dluhu. Tyto náklady jsou vyjádřeny v podobě úroku, který musí podnik pravidelně platit. Úroky jsou mezi bankou (nebo jinou institucí poskytující úročný kapitál) a společností vždy dohodnuty smluvně.

Společnost Kern-Liebers využívá hned několik druhů cizího kapitálu. Jednak může čerpat finanční prostředky z krátkodobých úvěrů, kdy úroková míra těchto cizích finančních prostředků je stanovena jako úroková sazba PRIBOR + přírážka banky. Sazba PRIBOR bude ve výpočtu uvedena v průměrné roční hodnotě, výpočet této hodnoty bude proveden na základě údajů z webu www.kurzy.cz. Přírážka banky je také uvedena v průměrné roční hodnotě a ve výpočtu budou využity údaje poskytnuté společností Kern-Liebers.

Dále společnost ve sledovaných letech evidovala celkem čtyři dlouhodobé bankovní úvěry, které se v čase překrývaly, případně byly v průběhu let splaceny. První dlouhodobý úvěr byl sjednán v roce 2011 na 4 roky. Druhý dlouhodobý úvěr byl sjednán v roce 2012 na dobu 8 let. Třetí dlouhodobý úvěr, byl sjednán v roce 2014 opět na dobu 8 let a poslední, čtvrtý dlouhodobý úvěr byl sjednán v roce 2015 s lhůtou splatnosti v roce

2023. Všechny dlouhodobé úvěry jsou spláceny pravidelnými měsíčními splátkami. Váhy budou jednotlivým úvěrům přiřazeny podle jejich podílu na celkovém cizím kapitálu a celkové náklady na cizí kapitál budou vypočteny jako součet součinů úrokových měr a příslušných vah úvěrů v daném roce.

- **Náklady na vlastní kapitál**

Určení nákladů na vlastní kapitál bude složitější, než určení nákladů na cizí kapitál. Správně by se měly vyčíslit pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv, tzv. modelu CAPM, ale v této práci bude využit alternativní model oceňování kapitálových aktiv pomocí vzorce (2.3), jelikož český kapitálový trh není dostatečně rozvinutý, kdežto americký kapitálový trh díky své velikosti poskytuje velmi kvalitní, spolehlivá, dobře a pravidelně zpracovávaná data, která mohou být upravena o aktuální riziko země. Veškerá potřebná data pro výpočet tohoto modelu jsou dostupná z webu profesora Aswatha Damodarana.

Bezriziková úroková míra bude stanovena podle výnosnosti desetiletých státních dluhopisů Spojených států amerických, tedy jako hodnota sazby T. Bond Rate.

Koeficient beta zadlužená (β_z) bude stanoven pomocí hodnoty nezadluženého koeficientu beta z webu Damodaran, kde bude společnost Kern-Liebers zařazena do odvětví „Engineering“. Pomocí koeficientu beta nezadlužená může být snadno vypočten koeficient beta zadlužená pomocí vzorce (2.4).

Riziková prémie kapitálového trhu (RPT) je prémie získaná rozdílem historického průměru výnosnosti tržního portfolia ve Spojených státech amerických a bezrizikové úrokové míry. Tato prémie předpokládá, že budoucnost bude v průměru stejná, jako již napozorované historické hodnoty, a proto je pohled do minulosti tím nejlepším odhadem budoucnosti. Data budou opět získána z webu Damodaran.

Riziková prémie země (RPZ) bude stanovena pomocí ratingového hodnocení na webu Damodaran, kde má Česká republika přidělen rating A1.

Celková hodnota ukazatele EVA bude určena jako hodnota NOPAT snižená o součin NOA a WACC. Jelikož je ukazatel EVA ukazatel absolutní, není možné ho použít pro mezipodnikové srovnávání. Proto byly vyvinuty a v této práci budou také vypočteny ukazatele Hodnotové rozpětí, EVA – ROS a Relativní EVA podle London Business School, které mezipodnikové srovnávání umožňují.

Ukazatel **Hodnotové rozpětí** (value spread) bude vypočteno podle vzorce (2.10).

Ukazatel **EVA – ROS**, který vyjadřuje Ekonomickou přidanou hodnotu vztaženou k podnikovému obratu, do něhož byly zahrnuty hodnoty tržeb za zboží a výkonů, bude vypočten podle vzorce (2.12).

Relativní EVA vyvinutá specialisty London Business School umožňuje srovnávat podniky s různou pracovní a kapitálovou intenzitou a vyjadřuje podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty podniku. Tento ukazatel bude vypočten podle vzorce (2.11), ale pro společnost bude nejméně významný, protože neprovozuje činnosti spojené s vysokým podílem lidské práce (neposkytuje služby), ke kterým je tento ukazatel primárně určen. (Pavelková & Knápková, 2005)

Rozklad ukazatele EVA bude proveden ve všech sledovaných letech tak, aby mohly být identifikovány hlavní generátory hodnoty a jejich vliv na vrcholový (syntetický) ukazatel. Základem pro rozklad bude vzorec (2.7), na základě kterého byl v této práci vyčíslen ukazatel EVA. Za předpokladu, že syntetický ukazatel bude označen X a analytické ukazatele A_n , budou využity následující postupy podle autorek Pavelkové a Knápkové (2005):

Při aditivních (součtových nebo rozdílových) vazbách mezi analytickými ukazateli bude vliv analytických ukazatelů dán absolutním přírůstkem:

$$\Delta X|A = \Delta A, \Delta X|B = \Delta B \quad (2.18)$$

Při multiplikatивních (součinových nebo podílových) vazbách mezi analytickými ukazateli bude využita metoda rozkladu pomocí logaritmů indexů:

$$\Delta X = \frac{\ln I_A}{\ln I_X} \Delta X \quad (2.19)$$

Dále bude provedeno srovnání podniku s odvětvím pomocí benchmarkingového systému INFA dostupného z webu Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO).

V posledním kroku této diplomové práce budou porovnány výsledky klasických a moderních ukazatelů hodnocení finanční situace podniku, budou interpretovány závěry a nakonec bude shrnuta celá diplomová práce a výsledky analýz.

4 VLASTNÍ PRÁCE

Pro spolupráci při vypracování a porovnání klasických a moderních ukazatelů hodnocení finanční situace podniku jsem si zvolila svého zaměstnavatele, společnost Kern-Liebers CR, se sídlem na Okružní ulici v Českých Budějovicích.

4.1 Charakteristika analyzovaného podniku

Název společnosti:	Kern-Liebers CR spol. s r. o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Druh činnosti:	zpracovatelský průmysl
Základní kapitál:	82.883.000 Kč
Účetní období:	hospodářský rok

100% vlastníkem společnosti je společnost Kern-Liebers International GmbH a mateřskou společností celé skupiny je společnost Hugo Kern und Liebers GmbH & Co. KG. Platinen- und Federnfabrik, SRN.

Společnost má jednoho jednatele, který za společnost jedná samostatně.

Předmět podnikání:

- výroba pružin pro elektrotechnický a automobilový průmysl
- lisování (ražení) oceli, nerezové oceli, kovů pro automobilový průmysl a přesné lisování kovů
- výroba soustružených součástí
- strojírenská výroba dílů a nástrojů podle přání a dokumentace zákazníka
- ohýbání kovů
- tepelné zpracování kovů.

Předmět podnikání podle CZ-NACE:

Sekce C – Zpracovatelský průmysl; Oddíl 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení.

Společnost Kern-Liebers působí v Česku od roku 1994. Zabývá se výrobou širokého spektra pružinových mechanismů, lisovaných dílů pro automobilový, textilní i spotřební průmysl a také nabízí tepelné zpracování na zakázku. Jako člen skupiny firem Kern-Liebers má možnost využívat společné zkušenosti a technické know-how. Společnost patří mezi přední dodavatele ve svém oboru, jejíž výrobky můžeme najít například v převodovkách, brzdových systémech, motorech, náradí, ale i v kabelech nebo vodičkách pro psy. V hospodářském roce 2016 začala být realizována rozsáhlá investice do nové výrobní haly a rozšíření výrobních technologií, zejména v oblasti tepelného zpracování a lisování, na které je podnik specialistou. Tato půlmiliardová investice bude rozvržena do následujících pěti let.

Společnost aktuálně zaměstnává přibližně pět set zaměstnanců a dodává součástky více než dvěma stům zákazníkům nejen v rámci Evropy, ale i do USA, Mexika nebo Číny. Díky zvýšení výrobní kapacity může společnost přijímat nové zákazníky. Ráda by začala dodávat díly pro ruční elektrické přístroje jako vrtačky, sbíječky nebo vrtací kladiva. Zbytek kapacity je určen pro automobilový průmysl, kam aktuálně směřuje 65 % výroby.

Společnost je interně rozdělena na dvě divize – divize S (lisování a kovovýroba) a divize F (pružinové mechanismy).

4.2 Datová část

Datová část obsahuje zkrácené údaje z účetních výkazů firmy Kern-Liebers za účetní období 2012 - 2016 v tisících Kč. Každé účetní období začíná 01. 07. jednoho roku a končí 30. 6. následujícího roku.

Kompletní účetní výkazy jsou uvedeny v Příloze č. 1 a 2.

Schéma 6: Rozvaha pro hospodářská období 2012 – 2016 (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Aktiva	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
Dlouhodobý majetek	203.488	215.080	255.055	313.441	566.841
Dlouhodobý nehmotný majetek	27	235	190	83	262
Dlouhodobý hmotný majetek	203.461	214.845	254.865	313.358	566.579
Oběžná aktiva	251.361	273.695	287.910	299.997	322.712
Zásoby	102.116	103.359	117.820	123.565	139.532
Krátkodobé pohledávky	137.194	144.943	137.228	173.959	176.866
Krátkodobý finanční majetek	12.051	25.393	32.862	2.473	6.314
Časové rozlišení	721	174	181	185	185

Pasiva	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
Vlastní kapitál	227.084	241.534	253.528	338.916	432.135
Základní kapitál	82.883	82.883	82.883	82.883	82.883
Fondy ze zisku	8.290	8.290	8.290	0	0
VH minulých let	74.989	74.989	74.989	170.645	256.033
VH běžného období	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
Cizí zdroje	228.486	247.415	289.618	274.707	457.603
Rezervy	9.478	12.189	14.582	12.214	14.815
Dlouhodobé závazky	10.662	11.438	14.587	17.763	32.902
Krátkodobé závazky	65.707	101.084	107.596	111.507	141.142
Bankovní úvěry a výpomoci	142.639	122.704	152.853	133.223	268.744

⁽¹⁾Balance sheet for years 2012 – 2016 (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Schéma 7: Výkaz zisku a ztrát pro hospodářská období 2012 – 2016 (v tis. Kč) ⁽¹⁾

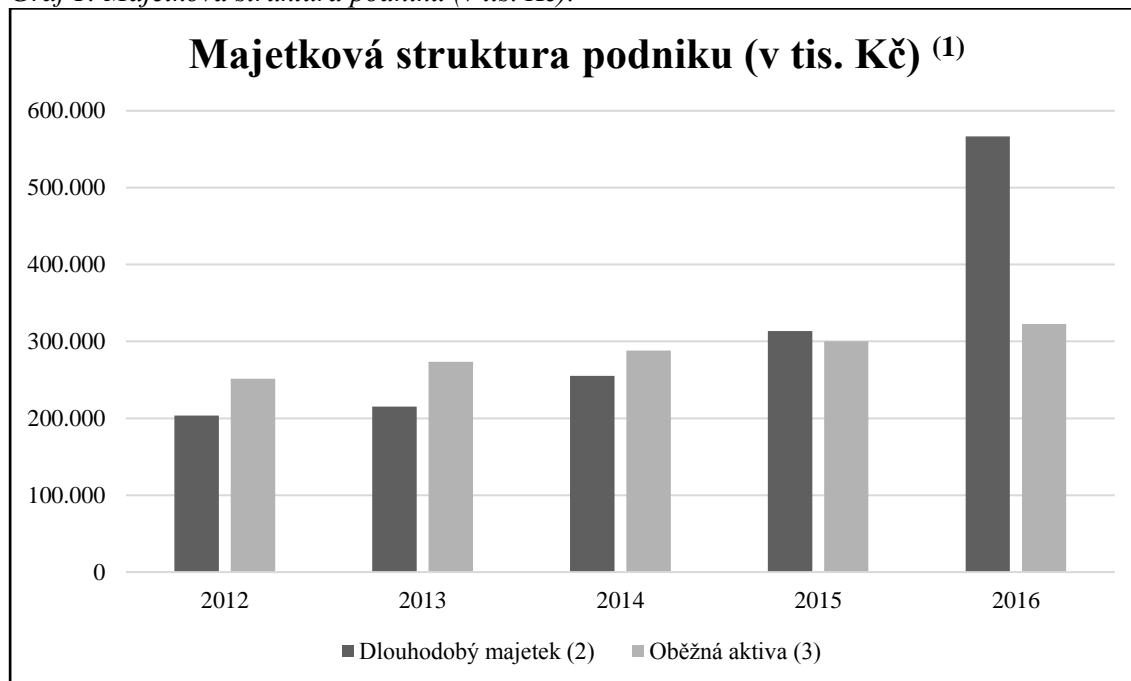
TEXT	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	13.716	3.879	5.153	6.526	3.521
Náklady na prodané zboží	13.337	3.819	5.091	6.101	3.507
Obchodní marže	379	60	62	425	14
Výkony	971.155	1.093.052	1.189.654	1.248.180	1.350.723
Výkonová spotřeba	710.378	812.590	873.630	918.431	983.302
Přidaná hodnota	261.156	280.522	316.086	330.174	367.435
Osobní náklady	160.168	166.885	183.185	197.643	220.491
Daně a poplatky	179	200	199	208	208
Odpisy DNM a DHM	25.455	25.440	26.378	32.904	43.375
Tržby z prodeje DM a materiálů	19	908	153	142	77
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	37	930	0	48	0
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních N příštích období	1.386	166	4.424	- 2.069	0
Ostatní provozní výnosy	11.742	11.635	14.139	14.461	24.044
Ostatní provozní náklady	4.606	3.157	3.600	7.573	7.375
Provozní VH	81.086	96.287	112.592	108.470	120.107
Výnosy z DFM	35	0	0	0	0
Výnosové úroky	4	10	1	2	0
Nákladové úroky	2.798	2.481	2.225	2.594	2.356
Ostatní finanční výnosy	11	38	0	0	204
Ostatní finanční náklady	1.951	2.048	441	1.903	628
Finanční VH	- 4.699	- 4.481	- 2.665	- 4.495	- 2.780
Daň z příjmu za běžnou činnost	15.465	16.434	22.561	18.587	24.108
VH za běžnou činnost	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
VH za účetní období	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
VH před zdaněním	76.387	91.806	109.927	103.975	117.327

⁽¹⁾Profit/loss account for years 2012 – 2016 (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

4.3 Finanční analýza

4.3.1 Majetková a kapitálová struktura podniku

Graf 1: Majetková struktura podniku (v tis. Kč). ⁽¹⁾



⁽¹⁾The property structure of the enterprise (in thousands CZK); ⁽²⁾Fixed assets; ⁽³⁾Current assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 7: Podíl DM a OM na celkovém majetku podniku (v %) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Dlouhodobý majetek ⁽³⁾	44,74%	44,00%	46,97%	50,94%	63,72%
Oběžný majetek ⁽⁴⁾	55,26%	56,00%	53,03%	49,06%	36,28%

⁽¹⁾The share of fixed and current assets in the total assets of the enterprise (in %); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Fixed assets; ⁽⁴⁾Current assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 8: Podíl zásob a pohledávek na OM podniku (v %) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Zásoby ⁽³⁾	42,67%	41,63%	46,20%	41,53%	44,10%
Pohledávky ⁽⁴⁾	57,33%	58,37%	53,80%	58,47%	55,90%

⁽¹⁾The share of inventory and receivables in the current assets of the enterprise (in %); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Inventory; ⁽⁴⁾Receivables. Zdroj: Vlastní zpracování.

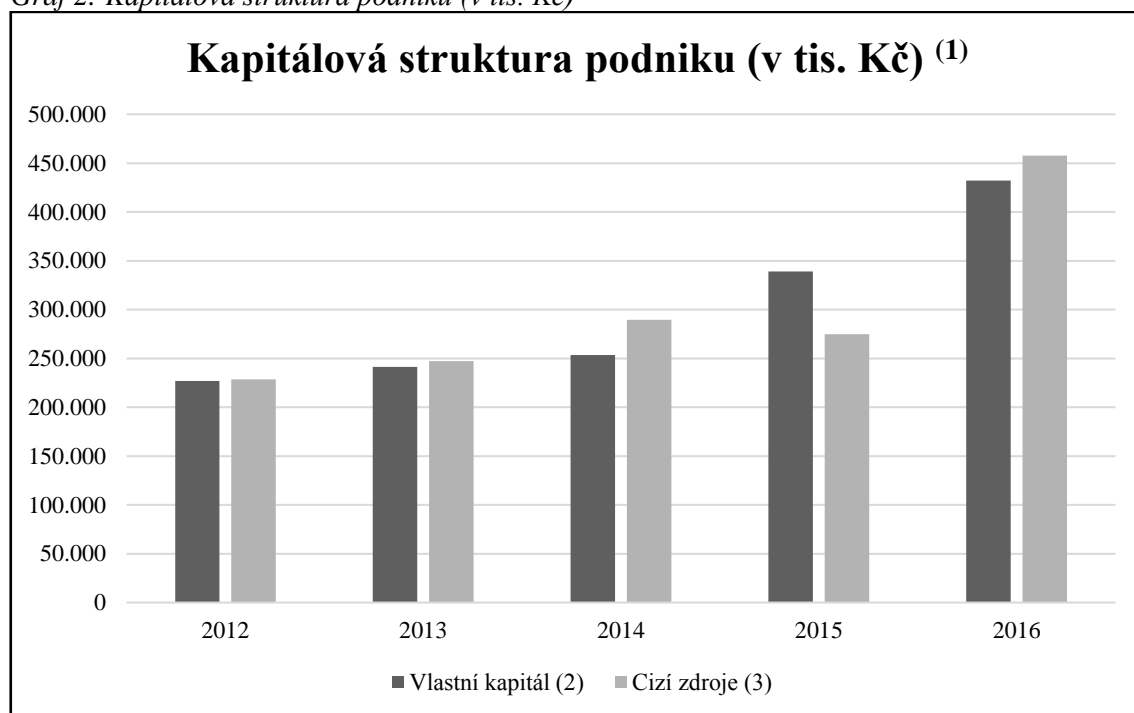
Majetek podniku je zastoupen dlouhodobým majetkem (DM) a oběžným majetkem (OM). Podíl těchto dvou položek je v prvních třech letech téměř neměnný a oběžný majetek převažuje nad dlouhodobým majetkem. Od hospodářského roku 2015 se však poměr majetku mění a začíná převažovat dlouhodobý majetek, což je způsobeno

počínající realizací investice do nové výrobní haly (nedokončený dlouhodobý hmotný majetek) a technického vybavení (samostatné movité věci). Tato skutečnost souvisí i s navýšením dlouhodobých úvěrů v hospodářském roce 2016.

Dlouhodobý majetek je tvořen převážně hmotným majetkem, kde největší položky tvoří stavby a poté samostatné movité věci, což je v případě naší firmy zejména technické vybavení výroby (stroje na lisování, omílání, různé druhy pecí na tepelné zpracování kovů, třídící automaty apod.).

Oběžný majetek je tvořen zejména krátkodobými pohledávkami a zásobami, jejichž poměr se ve sledovaných letech nijak výrazně nemění. Průměrný poměr krátkodobých pohledávek a zásob je přibližně 57:43.

Graf 2: Kapitálová struktura podniku (v tis. Kč)⁽¹⁾



⁽¹⁾The capital structure of the enterprise (in thousands CZK); ⁽²⁾Equity; ⁽³⁾Other sources. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 9: Podíl VK a CK na celkovém kapitálu podniku (v %) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál ⁽³⁾	49,85%	49,40%	39,28%	55,23%	48,57%
Cizí kapitál ⁽⁴⁾	50,15%	50,60%	60,72%	44,77%	51,43%

⁽¹⁾The share of equity and other sources in the total liabilities of the enterprise (in %); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Equity; ⁽⁴⁾Other sources. Zdroj: Vlastní zpracování.

Z pohledu kapitálové struktury podniku je poměr vlastního a cizího kapitálu podniku v prvních dvou letech zhruba 50:50. V hospodářském roce 2014 však dochází k navýšení cizích zdrojů a snížení vlastního kapitálu o 10 %, což bylo způsobeno zvýšením položek bankovních úvěrů. Příčinou tohoto zvýšení bylo čerpání vyšší částky z kontokorentního účtu na vyplacení podílů na zisku společníkům, které do té doby byly vypláceny z výsledků hospodaření. Výsledek hospodaření tohoto účetního období byl zadržen v podniku a zvýšil tak celkovou hodnotu vlastního kapitálu v roce 2015. V hospodářském roce 2015 pak došlo k poklesu krátkodobých úvěrů a menšímu nárůstu dlouhodobých úvěrů a díky zvýšení položky VH minulých let a dosaženému zisku běžného období se podnik v roce 2015 dostává na poměr vlastního a cizího kapitálu 55:45.

V hospodářském roce 2016 můžeme sledovat velmi výrazný nárůst jak cizího, tak vlastního kapitálu. V položce vlastního kapitálu došlo k navýšení výsledku hospodaření minulých let o 85 388 tis. Kč, tedy o hodnotu nerozděleného zisku z roku 2015, a bylo dosaženo rekordního výsledku hospodaření běžného účetního období. V položce cizího kapitálu se navýšily dlouhodobé úvěry cca o 140 milionů Kč, protože podnik na přelomu účetních období 2015 a 2016 začal realizovat investici do nové výrobní haly a nových technologií. V návaznosti na tuto investici se od roku 2015 zvyšuje i dlouhodobý majetek, zejména samostatné movité věci a nedokončený majetek.

4.3.2 Analýza rentability

Tabulka 10: Vývoj ROA a položek vstupujících do výpočtu ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
ROA (v %) ⁽³⁾	13,37%	15,42%	16,09%	13,92%	10,48%
Čistý zisk (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	60 922	75 372	87 366	85 388	93 219
Aktiva (v tis. Kč) ⁽⁵⁾	455 570	488 949	543 146	613 623	889 738

⁽¹⁾The progression of ROA and items entering the calculation; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾ROA (in %); ⁽⁴⁾The net profit (in thousands CZK); ⁽⁵⁾Assets (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

V letech 2012 – 2014 má hodnota Rentability aktiv (ROA) rostoucí tendenci a nejrentabilnější byla společnost v letech 2013 a 2014, kdy ROA dosahovala hodnot kolem 16 %. V tabulce č. 12 jsou kromě hodnot ROA zobrazeny také hodnoty ukazatelů vstupujících do vzorce ROA (v čitateli čistý zisk a ve jmenovateli aktiva). Z těchto údajů je patrné, že v letech 2013 a 2014 rostl zisk rychleji, než aktiva, což zapříčinilo pozitivní vývoj ROA v těchto letech.

V roce 2015 však dochází k propadu hodnoty ROA o 2,17 % a v roce 2016 o dalších 3,44 %. Pokles v roce 2015 byl zapříčiněn mírným poklesem zisku a rapidním navýšením hodnoty aktiv, protože v tomto roce začala sledovaná společnost realizovat investici do nových výrobních strojů (což navýšilo hodnotu samostatných movitých věcí) a do nové výrobní haly (což navýšilo hodnotu nedokončeného DHM). V roce 2016 sice zisk vzrostl o 7 831 tis. Kč, ale hodnota aktiv vzrostla o neuvěřitelných 276 mil. Kč, z toho hodnota samostatných movitých věcí a nedokončeného DHM vzrostla o 247 mil. Kč. To zapříčinilo výrazný pokles hodnoty ROA.

Tabulka 11: Vývoj ukazatele ROCE a položek vstupujících do výpočtu ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
ROCE (v %) ⁽³⁾	21,38%	23,82%	26,31%	18,75%	13,20%
Čistý zisk (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	60 922	75 372	87 366	85 388	93 219
Dl. závazky (v tis. Kč) ⁽⁵⁾	57 924	74 857	78 598	116 397	274 056
Vlastní kapitál (v tis. Kč) ⁽⁶⁾	227 084	241 534	253 528	338 916	432 135

⁽¹⁾The progression of ROCE and items entering the calculation; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾ROCE (in %); ⁽⁴⁾The net profit (in thousands CZK); ⁽⁵⁾Long-term payables (in thousands CZK); ⁽⁶⁾Equity (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Ukazatel Rentabilita dlouhodobého kapitálu (ROCE) měl podobný vývoj jako ROA – v letech 2012 – 2014 mají jeho hodnoty rostoucí charakter a v roce 2015 dochází k propadu hodnot o 7,56 % a v roce 2016 o dalších 5,55 %. Tabulka č. 11 znázorňuje vývoj položek vstupujících do vzorce pro výpočet ROCE (v čitateli čistý zisk a ve jmenovateli součet dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu). Z vývoje těchto položek je patrné, že hodnota zisku rostla v letech 2012 – 2014 rychleji než hodnota součtu dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu, což je příčina pozitivního vývoje ukazatele ROCE v těchto letech.

To se však v roce 2015 změnilo, zisk poklesl o 1 978 tis. Kč a dlouhodobé závazky a vlastní kapitál vzrostly celkem o více než 123 mil. Kč a celková hodnota ROCE tedy klesla. V roce 2016 sice zisk vzrostl, ale tento nárůst se nevyrovnal dalšímu nárůstu hodnot dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu, proto celková hodnota ROCE klesla o dalších 5,55 % na celkovou hodnotu 13,20 %.

Tabulka 12: Vývoj ROE a položek vstupujících do výpočtu ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
ROE (v %) ⁽³⁾	26,83%	31,21%	34,46%	25,19%	21,57%
Zisk po zdanění (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
Vlastní kapitál (v tis. Kč) ⁽⁵⁾	227.084	241.534	253.528	338.916	432.135

⁽¹⁾The progression of ROE and items entering the calculation; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾ROE (in %); ⁽⁴⁾The earnings after taxes (in thousands CZK); ⁽⁵⁾Equity (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Ukazatel Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) se vyvíjel stejně jako ukazatele ROA a ROCE. Rostoucí hodnoty v prvních třech letech zapříčinil rychlejší růst zisku (čitatele) než vlastního kapitálu (jmenovatele), ale v roce 2015 došlo ke snížení zisku o 1 978 tis. Kč a navýšení vlastního kapitálu (nerozděleného zisku minulých let) na více než dvojnásobek hodnoty předchozího roku. To bylo příčinou poklesu celkové hodnoty ROE v roce 2015 i v roce 2016, kdy zisk sice vzrostl o 7 831 tis. Kč, ale vlastní kapitál se zvýšil o 93 219 tis. Kč oproti roku 2015 (opět se jednalo o položku nerozděleného zisku minulých let).

4.3.3 Analýza zadluženosti

Tabulka 13: Vývoj zadluženosti a položek vstupujících do výpočtu ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost ⁽³⁾	50,15%	50,60%	53,32%	44,77%	51,43%
Cizí zdroje ⁽⁴⁾	228.486	247.415	289.618	274.707	457.603
Aktiva ⁽⁵⁾	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
Řetězový index cizích z. ⁽⁶⁾	-	1,08	1,17	0,95	1,67
Řetězový index aktiv ⁽⁷⁾	-	1,07	1,11	1,13	1,45

⁽¹⁾The progression of indebtedness and items entering the calculation; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Indebtedness (in %); ⁽⁴⁾Other sources (in thousands CZK); ⁽⁵⁾Assets (in thousands CZK); ⁽⁶⁾Chain indexes of other sources; ⁽⁷⁾Chain indexes of assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Ukazatel Celková zadluženost se ve sledovaných letech pohybuje okolo optimálních 50 % a v prvních dvou sledovaných letech se hodnota zadluženosti téměř nezměnila.

Tabulka č. 13 ukazuje vývoj celkové zadluženosti i položek vstupujících do vzorce pro její výpočet. Vývoj řetězových indexů naznačuje, že mírný nárůst zadluženosti o 2,72 % v roce 2014 byl způsoben rychlejším růstem cizích zdrojů (v čitateli) než aktiv (ve jmenovateli). V roce 2015 však došlo k prudkému poklesu o 8,55 %, příčinou byl

mírný pokles cizích zdrojů o 14 911 tis. Kč (kombinace výrazného poklesu krátkodobých bankovních úvěrů a nárůstu dlouhodobých úvěrů) a navýšení aktiv o 70 477 tis. Kč v důsledku realizace investice do nového technologického vybavení a nové výrobní haly. V roce 2016 se hodnota celkové zadluženosti navýšila o 6,66 % a dostala se tak zpět za hranici 50 %. V tomto roce aktiva vzrostla o 276 115 tis. Kč oproti roku 2015, ale cizí zdroje (dlouhodobé úvěry) rostly rychleji a to způsobilo nárůst zadluženosti. Dlouhodobé úvěry společnost přijala z důvodu realizace výše zmíněné investice.

Tabulka 14: Úrokové krytí ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Úrokové krytí ⁽³⁾	28,30	38,00	50,41	41,08	50,80

⁽¹⁾The interest coverage; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾The interest coverage. Zdroj: Vlastní zpracování.

Hodnoty ukazatele úrokové krytí dosahují ve sledovaných letech velice příznivých výsledků, podnik je tedy bez problémů schopen splácet úroky a má dostatečně vysokou kapacitu pro příjem dalších úvěrů.

4.3.4 Analýza aktivity a ABC analýza odběratelů

Tabulka 15: Vývoj ukazatelů aktivity ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Obrat aktiv ⁽³⁾	2,14	2,25	2,18	2,02	1,50
Obrat zásob ⁽⁴⁾	9,56	10,62	10,07	10,05	9,58
Obrat pohledávek ⁽⁵⁾	7,11	7,58	8,64	7,14	7,55
Doba obratu závazků ⁽⁶⁾	24	33	33	32	38
Doba obratu zásob ⁽⁷⁾	34	33	33	31	30
Doba obratu pohledávek ⁽⁸⁾	51	48	42	50	48

⁽¹⁾The progression of activity indicators; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Asset turnover ratio; ⁽⁴⁾Inventory turnover ratio; ⁽⁵⁾Receivables turnover ratio; ⁽⁶⁾Liability turnover; ⁽⁷⁾Assets turnover; ⁽⁸⁾Receivables turnover. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 16: Řetězové indexy položek vstupujících do výpočtu ukazatelů aktivity ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Index tržeb ⁽³⁾	-	1,13	1,08	1,05	1,08
Index aktiv ⁽⁴⁾	-	1,07	1,11	1,13	1,45
Index zásob ⁽⁵⁾	-	1,01	1,14	1,05	1,13

⁽¹⁾The chain indexes of items entering the calculation; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Sales index; ⁽⁴⁾Assets index; ⁽⁵⁾Inventory index. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 15 ukazuje vývoj ukazatelů obratu a doby obratu aktivních položek. Aby však mohl být provedena analýza jejich vývoje, byla sestavena i tabulka řetězových indexů položek vstupujících do výpočtu ukazatelů aktivity. Ukazatele obratu poměří tržby s aktivy, pohledávkami a zásobami a ukazatele doby obratu poměří aktiva, pohledávky a závazky s průměrnými denními tržbami (které mají stejné řetězové indexy jako celkové tržby).

Obrat aktiv sledovaného podniku v letech 2012 a 2013 rostl, od roku 2014 však dochází k postupnému poklesu. V roce 2014 klesla hodnota ukazatele z 2,25 na 2,18, v roce 2015 klesla hodnota z 2,18 na 2,02 a v roce 2016 klesla hodnota z 2,02 na 1,50. Z tabulky indexů je patrné, že od roku 2014 sice rostly tržby i aktiva, ale aktiva rychleji, což bylo příčinou postupného poklesu ukazatele. Důvodem růstu aktiv, jak již bylo zmíněno mnohokrát, byla realizace investice do strojů a výrobní haly. Při celkovém pohledu na ukazatel Obrat aktiv je však zřejmé, že i přes pokles v letech 2014 – 2016 dosahuje podnik optimálních hodnot.

Dalším důležitým ukazatelem vzhledem k činnosti podniku je obrat zásob. Tento ukazatel ve sledovaných letech kolísá a příčiny mohou být opět nalezeny v tabulce řetězových indexů. Mezi roky 2012 a 2013 dochází k nárůstu o 1,06 díky rychleji rostoucím tržbám, od roku 2014 však začínají zásoby růst rychleji a to ovlivňuje i výši ukazatele obratu zásob, dochází tedy k jeho postupnému poklesu až na hodnotu 9,58 v roce 2016. I přes pokles v posledních třech letech dosahuje společnost nadprůměrných hodnot, zásoby podniku jsou tedy neustále v pohybu.

Při porovnání hodnot doby obratu pohledávek a závazků je patrné, že podnik inkasuje své pohledávky průměrně o 16 dní později, než hradí své závazky. Tato skutečnost dostává podnik do pozice věřitele. Zajímavý je nárůst doby obratu závazků v roce 2013 o 9 dní, protože došlo k navýšení závazků z obchodních vztahů o 29 453 tis. Kč.. Další výraznější nárůst byl v roce 2016 o 6 dní, opět z důvodu výrazného zvýšení závazků z obchodních vztahů. Doba obratu pohledávek v prvních třech letech výrazně klesá z důvodu rychleji rostoucích tržeb, v roce 2015 však došlo k výraznému nárůstu pohledávek a jejich růst převýšil růst tržeb, proto doba obratu vzrostla o 8 dní.

ABC analýza odběratelů

Protože společnost Kern-Liebers obchoduje na mezinárodních trzích a charakter odběratelů se liší, jevila se finanční analýza jako nedostatečná. Proto bude navíc provedena analýza odběratelů a jejich rozdělení podle podílu na celkových tržbách.

Během hospodářských let 2012 – 2016 se počet odběratelů společnosti Kern-Liebers měnil. Jednak přicházeli noví zákazníci s novými projekty, nebo naopak zákazníci s končícími projekty přestali odebírat výrobky sledované firmy. Celkově se však počet odběratelů podniku postupem času zvyšuje, konkrétně ze 138 aktivních zákazníků v roce 2012 až k 183 aktivním zákazníkům v roce 2016.

Ve všech sledovaných letech však platí, že 50% tržeb firmy Kern-Liebers pochází z Německa. Druhá polovina tržeb pochází ze zemí zbylé Evropy, dále z Ameriky, Asie a zanedbatelné množství tržeb plyne z Afriky.

V rámci ABC analýzy budou odběratelé rozděleni do tří skupin:

- Skupina A – odběratelé, od nichž plyne společnosti 75 % tržeb.
- Skupina B – odběratelé, od nichž plyne společnosti dalších 15 % tržeb.
- Skupina C – odběratelé, od nichž plyne společnosti zbylých 10 % tržeb.

Tabulka 17: ABC analýza - identifikace tržeb (v EUR) ⁽¹⁾

Rok ⁽²⁾	Tržby celkem ⁽³⁾	75 % tržeb ⁽⁴⁾	15 % tržeb ⁽⁵⁾	10 % tržeb ⁽⁶⁾
2012	38.632.024	28.974.018	5.794.804	3.863.202
2013	41.670.215	31.252.662	6.250.532	4.167.022
2014	43.060.003	32.295.003	6.459.001	4.306.000
2015	45.932.378	34.449.284	6.889.857	4.593.238
2016	49.503.523	37.127.642	7.425.528	4.950.352

⁽¹⁾ABC analysis – sales identification (in EUR); ⁽²⁾Year; ⁽³⁾Total Sales; ⁽⁴⁾75 % of sales; ⁽⁵⁾15 % of sales; ⁽⁶⁾10 % of sales. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 18: ABC analýza odběratelů ⁽¹⁾

Rok ⁽²⁾	Poč. odběratelů ⁽³⁾	Skupina A ⁽⁴⁾	Skupina B ⁽⁵⁾	Skupina C ⁽⁶⁾
2012	138	15 (11 %)	18 (13 %)	105 (76 %)
2013	152	15 (10 %)	20 (13 %)	117 (77 %)
2014	162	16 (10 %)	20 (12 %)	126 (78 %)
2015	172	20 (12 %)	22 (13 %)	130 (76 %)
2016	183	22 (12 %)	22 (12 %)	139 (76 %)

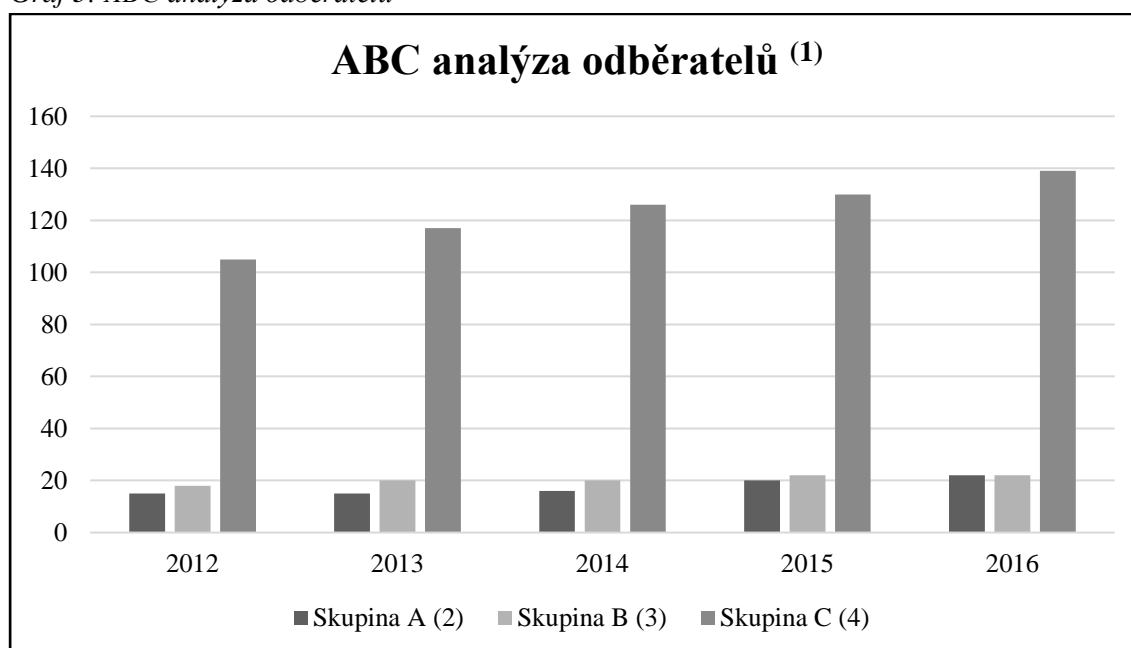
⁽¹⁾ABC customer analysis; ⁽²⁾Year; ⁽³⁾Number of customers; ⁽⁴⁾Group A; ⁽⁵⁾Group B; ⁽⁶⁾Group C. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 17 ukazuje vývoj tržeb sledované společnosti v jednotlivých účetních obdobích. Pro přehlednost byly celkové tržby rozděleny na procentuální podíly tak, aby odpovídaly jednotlivým skupinám odběratelů.

Tabulka č. 18 a graf č. 3 zobrazují výsledky ABC analýzy odběratelů, z nichž můžeme říci, že společnosti Kern-Liebers plyne:

- 75 % tržeb od 15 – 22 (10 – 12 %) nejvýznamnějších aktivních odběratelů,
- dalších 15 % tržeb od 18 – 22 (12 -13 %) méně významných aktivních odběratelů,
- zbylých 10 % tržeb podniku plyne od 105 - 139 (76 – 78 %) ostatních aktivních odběratelů.

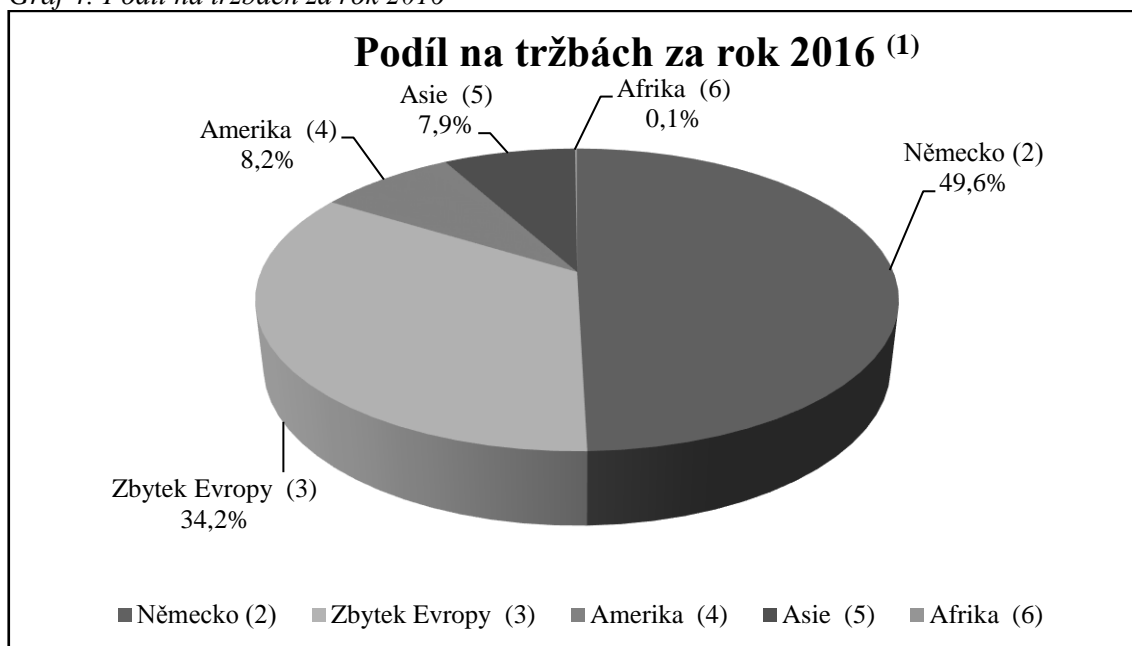
Graf 3: ABC analýza odběratelů⁽¹⁾



⁽¹⁾ABC customer analysis; ⁽²⁾Group A; ⁽³⁾Group B; ⁽⁴⁾Group C. Zdroj: Vlastní zpracování.

Jak již bylo řečeno výše, společnost Kern-Liebers dodává své výrobky do celého světa. Graf č. 4 zobrazuje obchodní aktivity podniku v roce 2016, tedy odkud podniku plyne kolik % tržeb. Nejvýznamnější položku tvoří jediný stát – Německo.

Graf 4: Podíl na tržbách za rok 2016 ⁽¹⁾



⁽¹⁾The share on sales in 2016; ⁽²⁾ Germany; ⁽³⁾The rest of Europe; ⁽⁴⁾America; ⁽⁵⁾Asia; ⁽⁶⁾Africa.
Zdroj: Vlastní zpracování.

4.3.5 Analýza likvidity a Čistého pracovního kapitálu

Tabulka 19: Vývoj ukazatelů likvidity ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná likvidita ⁽³⁾	1,56	1,71	1,47	2,05	1,91
Pohotová likvidita ⁽⁴⁾	0,93	1,06	0,87	1,21	1,09
Okamžitá likvidita ⁽⁵⁾	0,07	0,16	0,17	0,02	0,04

⁽¹⁾The progression of liquidity indicators; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Current ratio; ⁽⁴⁾Quick ratio; ⁽⁵⁾Cash position ratio. Zdroj: Vlastní zpracování.

Z hlediska běžné likvidity se podnik pohybuje v doporučeném rozmezí ve všech sledovaných obdobích, kromě roku 2014, kdy se v důsledku výrazného zvýšení položky krátkodobých bankovních úvěrů navýšily celkové krátkodobé závazky. Naopak v roce 2015 došlo k poklesu krátkodobých úvěrů o více než polovinu původní hodnoty z roku 2014, tedy z 88 842 tis. Kč v roce 2014 na 34 589 tis. Kč v roce 2015, díky čemuž se běžná likvidita vyšplhala na hodnotu 2,05.

Z hlediska pohotové likvidity opět mírně klesá hodnota v roce 2014, ale i přes to se podnik ve všech sledovaných letech pohybuje v doporučeném pásmu.

Velmi nízkých, až rizikových, hodnot likvidity však podnik dosahuje u okamžité likvidity, a to z důvodu nízké hodnoty používaného finančního majetku.

Tabulka 20: Vývoj čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2015
Oběžná aktiva ⁽³⁾	251 361	273 695	287 910	299 997	322 712
Krátkodobé závazky ⁽⁴⁾	161 084	160 369	196 438	146 096	168 732
Čistý pracovní kapitál ⁽⁵⁾	90 277	113 326	91 472	153 901	153 980

⁽¹⁾The progression of net working capital (in thousands CZK); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Current assets; ⁽⁴⁾Short-term payables; ⁽⁵⁾Net working ratio. Zdroj: Vlastní zpracování.

Jak je patrné z tabulky č. 20, ukazatel čistý pracovní kapitál je ve sledovaných letech kladný a jeho rostoucí tendenci přerušuje jen rok 2014, kdy došlo k velkému nárůstu krátkodobých závazků. V tomto hospodářském období podnik čerpal vyšší částky z kontokorentního bankovního účtu, což negativně ovlivnilo výši čistého pracovního kapitálu. Prostředky byly čerpány pro vyplacení podílů na zisku společníkům.

Oběžná aktiva mají rostoucí tendenci a ve sledovaných pěti letech jejich hodnota vzrostla o více než 70 milionů Kč.

4.4 Výpočet ukazatele EVA

4.4.1 Vymezení NOA

Čistá operativní aktiva (NOA) vyjadřují aktiva, která jsou potřebná k zajištění hlavní provozní činnosti podniku, a jejich hodnota nebude odpovídat hodnotě aktiv z rozvahy. Pro stanovení hodnoty NOA je potřeba:

- vyčlenit neoperativní aktiva,
- aktivovat položky, které nejsou v aktivech vykazovány,
- provést ostatní potřebné úpravy.

4.4.1.1 Vyloučení neoperativních aktiv

Společnost neeviduje finanční investice, neobvyklé zisky nebo ztráty, náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky ani nedobytné pohledávky. O vyloučení ostatních položek bude potřeba rozhodnout.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek

Společnost evidovala poskytnuté zálohy na DHM v roce 2012 a 2016, jejichž hodnoty uvedené v tabulce č. 21 bude potřeba z rozvahy vyloučit.

Tabulka 21: Poskytnuté zálohy na DHM (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Poskytnuté zálohy na DHM ⁽³⁾	9 825	0	0	0	4 133
Úprava v aktivech ⁽⁴⁾	- 9 825	0	0	0	- 4 133

⁽¹⁾Advance payments for tangible fixed assets (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Advance payments for tangible fixed assets; ⁽⁴⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Krátkodobý finanční majetek

Provozně nezbytná hodnota peněžních prostředků bude určena pomocí poměrového ukazatele okamžité likvidity, do které jsou zahrnovány peníze na běžných účtech, pokladní hotovost a obchodovatelné cenné papíry. Jak již bylo uvedeno v metodice, úprava krátkodobého finančního majetku bude provedena v případě, že ukazatel okamžité likvidity společnosti přesáhne hodnotu 0,5.

Tabulka 22: Okamžitá likvidita podniku ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Okamžitá likvidita ⁽³⁾	0,07	0,16	0,17	0,02	0,04

⁽¹⁾Cash position ratio of enterprise; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Cash position ratio. Zdroj: Vlastní zpracování.

Z tabulky č. 22, která kopíruje výsledky z kapitoly finanční analýzy, je patrné, že hodnoty okamžité likvidity společnosti Kern-Liebers jsou ve všech sledovaných letech výrazně nižší, než stanovená hodnota 0,5. Krátkodobý finanční majetek podniku tedy nemá charakter strategické rezervy a tak nebude provedena žádná úprava.

Nedokončené investice

Společnost Kern-Liebers vykazovala v letech 2012 – 2016 nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Aktiva budou po dokončení využita k hlavní provozní činnosti, ale do té doby se nepodílela na tvorbě výsledku hospodaření, proto je nutné je z NOA vyloučit. Ve sledovaných letech se jednalo o částky uvedené v tabulce č. 23.

Tabulka 23: Nedokončené investice (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Nedokončený DHM ⁽³⁾	4 762	4 338	5 732	38 839	214 526
Úprava v aktivech ⁽⁴⁾	- 4 762	- 4 338	- 5 732	- 38 839	-214 526

⁽¹⁾Tangible fixed assets under construction (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Tangible fixed assets under construction; ⁽⁴⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Provozně nepotřebná část pozemku

Jak již bylo uvedeno v metodice, podnik ve sledovaných letech vlastnil pozemek v hodnotě 8 282 tis. Kč, který však byl zastavěn a využívám k hlavní výrobní činnosti jen z jedné poloviny. Z NOA bude nutné vyloučit provozně nepotřebnou část pozemku v částkách uvedených v tabulce č. 26. V roce 2016 byla na nepotřebné části pozemku dostavěna nová výrobní hala a posledních 18 dní tohoto účetního období sloužila (včetně pozemku) k hlavní výrobní činnosti, proto bude z NOA vyloučeno jen 3 937 tis. Kč.

Tabulka 24: Nevyužitý pozemek (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Nevyužitý pozemek ⁽³⁾	4 141	4 141	4 141	4 141	3 937
Úprava v aktivech ⁽⁴⁾	- 4 141	- 4 141	- 4 141	- 4 141	- 3 937

⁽¹⁾Unused land (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Unused land; ⁽⁴⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Provozně nepotřebné zásoby

Další položkou aktiv, kterou je potřeba prověřit, jsou zásoby. Provozně nutná hodnota zásob bude dle metodiky stanovena jako optimální zásoba pro zajištění plynulé výroby na počet dní podle ukazatele doba obratu zásob vypočteného v rámci kapitoly Finanční analýza.

Tabulka 25: Nadbytečné zásoby (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby celkem ⁽³⁾	102.116	103.359	117.820	123.565	139.532
Zásoby bez WIP ⁽⁴⁾	92.226	99.644	109.985	106.627	112.853
Provozně nutné zásoby ⁽⁵⁾	92.837	104.652	97.978	104.203	109.572
Nadbytečné zásoby ⁽⁶⁾	0	0	12.007	2.424	3.281
Úprava v aktivech ⁽⁷⁾	0	0	-12.007	-2.424	-3.281

⁽¹⁾Surplus inventory (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Total inventory; ⁽⁴⁾Inventory without WIP; ⁽⁵⁾Operationally needed inventory; ⁽⁶⁾Surplus inventory; ⁽⁷⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

Z tabulky č. 25 je patrné, že hodnotu aktiv bude potřeba v letech 2014, 2015 a 2016 ponížít o hodnotu Nadbytečných zásob.

4.4.1.2 Aktivace položek nevykazovaných v rozvaze

Společnost neviduje goodwill, leasing ani náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky, proto bude v této části uvedeno pouze přecenění dlouhodobého majetku, které společnost provedla pro účely pojištění.

Tabulka 26: Přecenění DM (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Účetní hodnota DM ⁽³⁾	188.901	210.742	249.323	274.602	348.182
Hodnota DM po přecenění ⁽⁴⁾	222.558	224.086	255.174	334.438	368.630
Úprava v aktivech ⁽⁵⁾	33.657	13.344	5.851	59.836	20.448

⁽¹⁾Revaluation of fixed assets; ⁽²⁾Item; ⁽³⁾The book value of fixed assets; ⁽⁴⁾Fixed assets after revaluation; ⁽⁵⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

V tabulce č. 26 jsou vidět výrazné rozdíly mezi účetní hodnotou dlouhodobého majetku a jeho hodnotou po přecenění. Důvodem je velký počet již odepsaných, položek dlouhodobého majetku, které mají nulovou účetní hodnotu, ale reálně by tyto položky mohly být prodány za určitou cenu. Aktiva tedy bude nutné upravit o zvýrazněné hodnoty v tabulce č. 26.

4.4.1.3 Ostatní úpravy

Společnost Kern-Liebers evidovala ve sledovaných letech položky neúročeného cizího kapitálu zobrazené v tabulce č. 27. Tyto položky musí být vyloučeny z pasiv, a aby byla dodržena podmínka rovnosti aktiv a pasiv, je nutné hodnotu těchto položek vyloučit také z aktiv.

Tabulka 27: Neúročený cizí kapitál (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Závazky z obchodních vztahů ⁽³⁾	46 781	76 234	83 517	83 397	104 512
Závazky k zaměstnancům ⁽⁴⁾	6 999	7 689	8 324	8 847	9 007
Závazky ze soc. zabezpečení ⁽⁵⁾	4 042	4 533	4 845	5 221	5 260
Stát - daňové závazky a dotace ⁽⁶⁾	1 247	1 555	2 175	1 487	1 351
Jiné závazky ⁽⁷⁾	171	275	223	388	8 709
Úprava v aktivech ⁽⁸⁾	- 59 240	- 90 286	- 99 084	- 99 340	-128 839

⁽¹⁾Non-interest-bearing other sources (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Trade payables; ⁽⁴⁾Payroll; ⁽⁵⁾Payables to social securities and health insurance; ⁽⁶⁾Due from state – tax liabilities; ⁽⁷⁾Other payables; ⁽⁸⁾Adjustment in assets. Zdroj: Vlastní zpracování.

4.4.1.4 Hodnota NOA

Všechny výše popsané změny aktiv jsou přehledně znázorněné v tabulce č. 28 a v posledním řádku jsou vyčísleny hodnoty Čistých operativních aktiv (NOA) v jednotlivých letech.

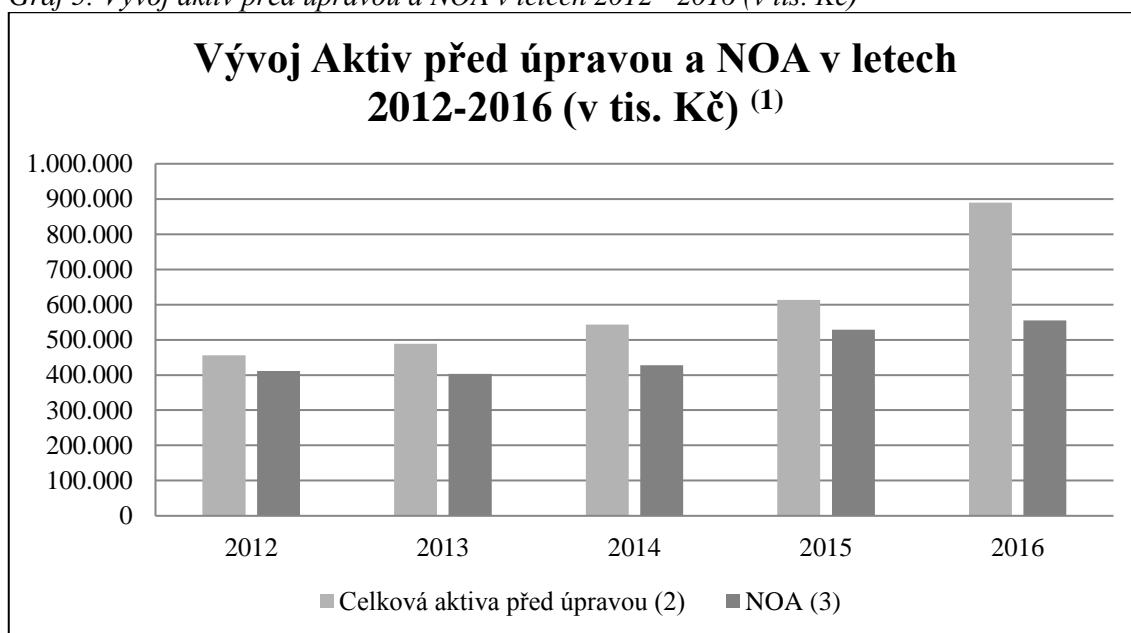
Tabulka 28: Souhrn změn při převodu aktiv na NOA (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Celková aktiva před úpravou ⁽³⁾	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
Nedokončené investice ⁽⁴⁾	- 4.762	- 4.338	- 5.732	- 38.839	-214.526
Nepotřebná část pozemku ⁽⁵⁾	- 4.141	- 4.141	- 4.141	- 4.141	- 3.937
Poskytnuté zálohy na DHM ⁽⁶⁾	- 9.825	0	0	0	- 4.133
Provozně nepotřebné zásoby ⁽⁷⁾	0	0	- 12.007	- 2.424	- 3.281
Ostatní úpravy ⁽⁸⁾	- 59.240	- 90.286	- 99.084	- 99.340	-128.839
Rozdíl z přecenění majetku ⁽⁹⁾	33.657	13.344	5.851	59.836	20.448
NOA ⁽¹⁰⁾	411.259	403.528	428.033	528.715	555.470

⁽¹⁾Summary of changes in the transfer of assets to the NOA; ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Total assets before changes; ⁽⁴⁾ Tangible fixed assets under construction; ⁽⁵⁾Unused land; ⁽⁶⁾ Advance payments for tangible fixed assets; ⁽⁷⁾ Surplus inventory; ⁽⁸⁾Other changes; ⁽⁹⁾Property revaluation difference; ⁽¹⁰⁾NOA. Zdroj: Vlastní zpracování.

Ukazatel NOA má rostoucí tendenci ve všech letech kromě roku 2013, kdy došlo k výraznému navýšení neúročených cizích zdrojů a hodnota NOA poklesla oproti roku 2012 o necelých 8 mil. Kč. Při porovnání hodnot celkových aktiv před úpravou a hodnot NOA je vidět výrazný rozdíl. Na tomto rozdílu se nejvíce podílí hodnota ostatních úprav (neúročených cizích zdrojů) a v posledních dvou letech také hodnota nedokončených investic. Obě tyto položky snižují původní celková aktiva. Vývoj NOA v porovnání s Aktivy před úpravou ukazuje graf č. 5.

Graf 5: Vývoj aktiv před úpravou a NOA v letech 2012 - 2016 (v tis. Kč) ⁽¹⁾



⁽¹⁾The progression of assets before changes and NOA in 2012 - 2016 (in thousands CZK); ⁽²⁾Total assets before changes; ⁽³⁾NOA. Zdroj: Vlastní zpracování.

V tabulce č. 29 jsou vyčísleny nové hodnoty položek majetkové struktury po provedení úprav uvedených v tabulce č. 28.

Tabulka 29: Majetková struktura podniku po úpravách (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Dl. hmotný majetek ⁽³⁾	218.390	219.710	250.843	330.214	364.431
Dl. nehmotný majetek ⁽⁴⁾	27	235	190	83	262
Zásoby ⁽⁵⁾	102.116	103.359	105.813	121.141	136.251
Pohledávky ⁽⁶⁾	137.194	144.943	137.228	173.959	176.866
Krátkodobý finanční majetek ⁽⁷⁾	12.051	25.393	32.862	2.473	6.314
Časové rozlišení ⁽⁸⁾	721	174	181	185	185
Ostatní úpravy (o neúroč. CK) ⁽⁹⁾	- 59.240	- 90.286	- 99.084	- 99.340	-128.839
NOA ⁽¹⁰⁾	411.259	403.528	428.033	528.715	555.470

⁽¹⁾ The property structure of the enterprise after changes (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Tangible fixed assets; ⁽⁴⁾ Intangible fixed assets; ⁽⁵⁾Inventory; ⁽⁶⁾ Receivables; ⁽⁷⁾ Short-term financial assets; ⁽⁸⁾Accruals; ⁽⁹⁾Other changes; ⁽¹⁰⁾NOA. Zdroj: Vlastní zpracování.

Aby byla zachována rovnost aktiv a pasiv, bude nutné do pasiv zařadit novou položku Ekvivalenty vlastního kapitálu, která slouží jako vyrovnávací položka zahrnující úpravy aktiv, a dále ponížít cizí kapitál o neúročené cizí zdroje. Tabulka č. 30 znázorňuje upravenou strukturu pasiv. Položka vlastního kapitálu již zahrnuje Ekvivalenty vlastního kapitálu, jejichž hodnota je v tabulce uvedena pro přehled. Cizí kapitál je již ponížen o neúročené cizí zdroje a výsledná upravená hodnota pasiv se nyní rovná hodnotě NOA.

Tabulka 30: Struktura pasiv po provedení úprav (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál ⁽³⁾	242 013	246 399	237 499	353 348	226 706
Ekvivalenty VK ⁽⁴⁾	14 929	4 865	- 16 029	14 432	-205 429
Cizí zdroje ⁽⁵⁾	169 246	157 129	190 534	175 367	328 764
Celková pasiva ⁽⁶⁾	411 259	403 528	428 033	528 715	555 470

⁽¹⁾The liabilities structure after changes (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Equity; ⁽⁴⁾Equity equivalents; ⁽⁵⁾Other sources; ⁽⁶⁾ Total liabilities. Zdroj: Vlastní zpracování.

4.4.2 Vymezení NOPAT

Společnost Kern-Liebers ve sledovaných letech nevykazovala goodwill, náklady s investičním charakterem ani leasingové platby, proto budou provedeny pouze úpravy o nákladové úroky, o výnosy z neoperativního majetku, odpisy vzniklé z oceňovacího rozdílu DHM a úprava daní.

Nákladové úroky

Z finančních nákladů je potřeba vyloučit placené úroky, tzn., připočteme je k hospodářskému výsledku v následujících částkách.

Tabulka 31: Nákladové úroky (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Nákladové úroky ⁽³⁾	2.798	2.481	2.225	2.594	2.356

⁽¹⁾Interest costs (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Interest costs. Zdroj: Vlastní zpracování.

Výnosy a náklady z neoperativního majetku

Výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku zobrazuje tabulka č. 32. Další mimořádné výnosy či náklady společnost ve sledovaných letech neevidovala.

Tabulka 32: Výsledek hospodaření z prodeje majetku (tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje DHM a mat. ⁽³⁾	19	908	153	142	77
ZC prodaného DHM a mat. ⁽⁴⁾	37	930	0	48	0
VH z prodeje DHM a mat. ⁽⁵⁾	- 18	- 22	153	94	77

⁽¹⁾Profit from sold property (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Sales from sold fixed assets and material; ⁽⁴⁾Net book value of sold fixed assets and material; ⁽⁵⁾Profit from sold fixed assets and material. Zdroj: Vlastní zpracování.

Odpisy vzniklé z oceňovacího rozdílu DHM

V rámci výpočtu NOA byla aktiva navýšena o přecenění dlouhodobého majetku na reálné hodnoty, do výpočtu NOPAT je tedy nutné zahrnout dodatečné odpisy z tohoto navýšení. Hodnoty dodatečných odpisů byly vypočteny podle postupu uvedeného v metodice a výsledky vyčísluje tabulka č. 33.

Tabulka 33: Odpisy z oceňovacího rozdílu DHM ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Původní odpisy (v tis. Kč) ⁽³⁾	25 455	25 440	26 378	32 904	43 375
Zvýšení majetku po přecenění (%) ⁽⁴⁾	17%	6%	2%	19%	4%
Nové odpisy DHM (v tis. Kč) ⁽⁵⁾	4 210	1 578	605	6 281	1 565

⁽¹⁾Depreciation from fixed assets revaluation difference; ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Original depreciation (in thousands CZK); ⁽⁴⁾Value assets increase after revaluation (in %); ⁽⁵⁾Depreciation of fixed assets after changes (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Úprava daní

Protože NOPAT je operativní zisk po zdanění, je nutné zjistit daň, která byla zaplacená pouze z operativního zisku.

Tabulka 34: Úprava VH před zdaněním a vyčíslení NOPAT (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Položka ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
VH z běž. činnosti před daněmi ⁽³⁾	76.387	91.806	109.927	103.975	117.327
Nákladové úroky ⁽⁴⁾	2.798	2.481	2.225	2.594	2.356
VH z prodeje majetku ⁽⁵⁾	18	22	- 153	- 94	- 77
Úprava o odpisy z přecenění ⁽⁶⁾	- 4.210	- 1.578	- 605	- 6.281	- 1.565
VH po úpravách ⁽⁷⁾	74.993	92.731	111.394	100.194	118.041
Nově vypočtená daň ⁽⁸⁾	14.660	15.816	19.671	14.851	17.499
NOPAT ⁽⁹⁾	60.332	76.915	91.723	85.343	100.542

⁽¹⁾Adjustment of profit before taxes and quantifying of NOPAT (in thousands CZK); ⁽²⁾Item; ⁽³⁾Profit before taxes; ⁽⁴⁾Interest costs; ⁽⁵⁾Profit from sold property; ⁽⁶⁾Depreciation from assets revaluation; ⁽⁷⁾Profit after changes; ⁽⁸⁾New tax; ⁽⁹⁾NOPAT. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 34 zobrazuje úpravu výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním o nákladové úroky, výsledek hospodaření z prodeje DHM a materiálu a o odpisy z přecenění DHM. Výsledek hospodaření po úpravách byl následně ponížěn o hodnotu nové daně, která byla vypočtena podle postupu uvedeného v metodice, aby mohl být vyčíslen NOPAT.

Rozdíl mezi VH před a po úpravách není výrazný, ale přesto dochází ke kolísavým změnám mezi účetní a ekonomickou hodnotou. Nákladové úroky jsou více méně konstantní a pohybují se v průměru okolo 2 500 tis. Kč. Zahrnutí odpisů z přecenění DM do nákladů však hraje velkou roli v rozdílech mezi účetní a ekonomickou hodnotou VH. V roce 2012 a 2015 jsou zahrnuty do odpisů částky 4 210 tis. Kč a 6 281 tis. Kč, proto je VH po úpravách nižší než původní VH z výsledovky. V letech 2013, 2014 a 2016 jsou naopak zahrnuty do nákladů nižší částky odpisů z přecenění DM a díky vyloučení nákladových úroků dochází k mírnému navýšení VH po úpravách.

4.4.3 Vymezení WACC

Stanovení sazby nákladů na kapitál je poslední důležitou položkou před stanovením hodnoty EVA. V této kapitole tedy budou propočteny a stanoveny náklady na cizí a vlastní kapitál. Postup pro stanovení WACC lze vyjádřit ve 4 krocích:

- určení vah jednotlivých složek kapitálu podle podílu na kapitálu celkovém
- určení nákladů na cizí kapitál
- určení nákladů na vlastní kapitál
- vyčíslení vážených průměrných nákladů kapitálu.

4.4.3.1 Náklady na cizí kapitál

Tabulka č. 35 zobrazuje úrokové sazby jednotlivých druhů cizího kapitálu, který společnost využívá, dále váhy, které byly jednotlivým úvěrům přiřazeny podle jejich podílu na celkovém cizím kapitálu, a nakonec finální hodnoty Celkových vážených nákladů na cizí kapitál v jednotlivých letech. Díky výhodným podmínkám ze strany banky má společnost Kern-Liebers poměrně nízké náklady na cizí kapitál.

Uvedená struktura kapitálu odpovídá dlouhodobému cíli podniku.

Tabulka 35: Náklady na cizí kapitál ⁽¹⁾

ÚROKOVÉ MÍRY (%) ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
PRIBOR roční průměr ⁽³⁾	0,43%	0,29%	0,25%	0,20%	0,20%
Přirážka ke kr. úvěrům ⁽⁴⁾	0,77%	0,80%	0,83%	0,65%	0,65%
Krátkodobé úvěry celkem ⁽⁵⁾	1,20%	1,09%	1,08%	0,85%	0,85%
Dlouhodobý úvěr I ⁽⁶⁾	3,68%	3,68%	3,68%	-	-
Dlouhodobý úvěr II ⁽⁷⁾	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Dlouhodobý úvěr III ⁽⁸⁾	-	-	2,35%	2,35%	2,35%
Dlouhodobý úvěr IV ⁽⁹⁾	-	-	-	1,59%	1,59%

STANOVENÉ VÁHY ⁽¹⁰⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Krátkodobý úvěr ⁽¹¹⁾	0,67	0,48	0,58	0,26	0,10
Dlouhodobý úvěr I ⁽¹²⁾	0,18	0,28	0,18	-	-
Dlouhodobý úvěr II ⁽¹³⁾	0,15	0,24	0,15	0,36	0,44
Dlouhodobý úvěr III ⁽¹⁴⁾	-	-	0,09	0,21	0,25
Dlouhodobý úvěr IV ⁽¹⁵⁾	-	-	-	0,17	0,20

Vážené N na cizí kapitál ⁽¹⁶⁾	1,92%	2,26%	1,95%	2,07%	2,33%
--	-------	-------	-------	-------	-------

⁽¹⁾ Other sources costs; ⁽²⁾ Interest rates (in %); ⁽³⁾ PRIBOR annual average; ⁽⁴⁾ Short-term credit surcharge; ⁽⁵⁾ Total short term credits; ⁽⁶⁾ Long-term credit I; ⁽⁷⁾ Long-term credit II; ⁽⁸⁾ Long-term credit III; ⁽⁹⁾ Long-term credit IV; ⁽¹⁰⁾ Weights; ⁽¹¹⁾ Short-term credit; ⁽¹²⁾ Long-term credit I; ⁽¹³⁾ Long-term Credit II; ⁽¹⁴⁾ Long-term credit III; ⁽¹⁵⁾ Long-term credit IV; ⁽¹⁶⁾ Other sources costs.
Zdroj: Vlastní zpracování.

4.4.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Tabulka č. 36 shrnuje výsledné hodnoty všech proměnných vypočtených na základě postupu uvedeného v metodice a nakonec hodnotu Celkových nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 36: Náklady na vlastní kapitál ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
β_N - beta nezadluženého podniku ⁽³⁾	1,17	1,01	1,06	0,96	0,93
β_Z - beta zadluženého podniku ⁽⁴⁾	2,12	1,85	2,04	1,59	1,73
r_f - bezriziková úroková míra ⁽⁵⁾	1,76%	3,04%	2,17%	2,27%	2,45%
RPZ - riziková přírážka země ⁽⁶⁾	1,28%	1,05%	1,05%	1,11%	1,00%
RPT - riziková přírážka trhu ⁽⁷⁾	5,42%	2,77%	3,32%	2,93%	2,41%
Celkové N na vlastní kapitál ⁽⁸⁾	14,55%	9,21%	10,00%	8,04%	7,61%

⁽¹⁾Equity costs ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Unlevered beta; ⁽⁴⁾Levered beta; ⁽⁵⁾Risk free interest rate; ⁽⁶⁾Country risk premium; ⁽⁷⁾Market risk premium; ⁽⁸⁾Total equity costs. Zdroj: Vlastní zpracování.

Celkové náklady na vlastní kapitál mají klesající charakter ve všech letech, kromě roku 2014, kdy došlo k mírnému zvýšení. Vysoká hodnota celkových nákladů na vlastní kapitál v roce 2012 je způsobena jednak vysokou rizikovou přírážkou trhu, dále vysokou rizikovou přírážkou země a také vysokým koeficientem beta nezadlužená, potažmo koeficientem beta zadlužená. V roce 2013 došlo podle webu Damodaran k poklesu koeficientu beta nezadlužená z 1,17 na 1,01, rizikové přírážky země z 1,28 na 1,05 i rizikové přírážky trhu z 5,42 % na 2,77 % a díky tomu došlo k poklesu celkových nákladů na vlastní kapitál o 5,34 %.

V roce 2014 došlo k mírnému nárůstu nákladů na vlastní kapitál. Příčinou byla kombinace změn – podle webu Damodaran vzrostl koeficient beta nezadlužená z hodnoty 1,01 na 1,06, po přepočtu se tedy změnil i koeficient beta zadlužená z 1,85 na 2,04, dále poklesla bezriziková úroková míra stanovená podle výnosnosti desetiletých státních dluhopisů Spojených států amerických (tedy jako hodnota sazby T. Bond Rate) z 3,04 % na 2,17 % a zároveň vzrostla riziková přírážka trhu z 2,77 % na 3,32 %.

V letech 2015 a 2016 se výše nákladů na vlastní kapitál dále snižovala díky snižujícím se hodnotám všech položek vzorce (2.3).

Během sledovaných let se podniku podařilo snížit náklady na vlastní kapitál z 14,55 % v roce 2012 na 7,61 % v roce 2016, což je pokles o téměř polovinu původní hodnoty.

4.4.3.3 Stanovení WACC

V předchozích kapitolách byly úspěšně vyčísleny náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál, díky čemuž mohou být nyní stanoveny Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). K tomuto výpočtu bude využit vzorec (2.1), kam je potřeba doplnit jen sazbu daně z příjmu právnických osob, která je ve všech letech 19 %, a nakonec podíly vlastního a cizího kapitálu na celkovém kapitálu vypočtené na základě upravených hodnot pasiv uvedených v tabulce č. 32.

Tabulka č. 37 shrnuje veškeré potřebné údaje a hodnoty proměnných a zobrazuje vyčíslené Vážené průměrné náklady kapitálu společnosti Kern-Liebers v jednotlivých letech.

Tabulka 37: Určení WACC (v %) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
n _{ck} - náklady cizího kapitálu ⁽³⁾	1,92%	2,26%	1,95%	2,07%	2,33%
n _{vk} - náklady vl. kapitálu ⁽⁴⁾	14,55%	9,21%	10,00%	8,04%	7,61%
d - daňová sazba ⁽⁵⁾	19%	19%	19%	19%	19%
CK/K ⁽⁶⁾	41,15%	38,94%	44,51%	33,17%	59,19%
WACC ⁽⁷⁾	9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%

⁽¹⁾WACC calculating (in %); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Other sources costs; ⁽⁴⁾Equity costs; ⁽⁵⁾Tax interest rate; ⁽⁶⁾Other sources/Total capital; ⁽⁷⁾WACC. Zdroj: Vlastní zpracování.

Vážené průměrné náklady kapitálu jsou díky vysokým nákladům na vlastní kapitál nejvyšší v roce 2012. V následujícím roce došlo ke snížení o 2,86 % zejména díky poklesu nákladů na vlastní kapitál z 14,55 % na 9,21 % a v následujících letech jsou hodnoty lehce kolísavé.

V roce 2014 hodnota WACC opět klesla na 6,25 %, to bylo způsobeno kombinací změn – jednak navýšením nákladů na vlastní kapitál z 9,21 % na 10 %, dále poklesem nákladů na cizí kapitál z 2,26 % na 1,95 % a také změnou podílů vlastního a cizího kapitálu. V roce 2015 hodnota opět klesla o 0,32 % na 5,93 % zejména díky poklesu nákladů na vlastní kapitál o 1,96 % a také díky změně poměru cizího a vlastního kapitálu. V posledním sledovaném roce hodnota WACC klesla o 1,71 %. Náklady na cizí kapitál se zvýšily z 2,07 % na 2,33 % a současně podíl cizího kapitálu klesl o téměř 10 %, dále klesly náklady vlastního kapitálu z 8,04 % na 7,61 % a zároveň vzrostl podíl vlastního kapitálu o téměř 10 %. Součet těchto změn byl příčinou poklesu vážených průměrných nákladů kapitálu z 5,93 % v roce 2015 na 4,22 % v roce 2016.

4.4.4 Výpočet ukazatele EVA entity

Na základě získaných hodnot ukazatelů NOA, NOPAT a WACC může být nyní vypočten ukazatel EVA entity – od hodnoty NOPAT bude odečtena hodnota NOA vynásobená WACC. Hodnoty ukazatelů potřebných k výpočtu a finální hodnoty ukazatele Ekonomická přidaná hodnota ve sledovaných letech jsou zobrazeny v tabulce č. 38.

Tabulka 38: EVA entity ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT (tis. Kč) ⁽³⁾	60.332	76.915	91.723	85.343	100.542
NOA (tis. Kč) ⁽⁴⁾	411.259	403.528	428.033	528.715	555.470
WACC (%) ⁽⁵⁾	9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%
EVA entity (tis. Kč) ⁽⁶⁾	22.490	51.347	64.980	53.995	77.089

⁽¹⁾EVA entity; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾NOPAT (in thousands CZK); ⁽⁴⁾NOA (in thousands CZK); ⁽⁵⁾WACC (in %); ⁽⁶⁾EVA entity (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Společnost Kern-Liebers dosahovala ve všech sledovaných letech kladných hodnot a vytvářela tak hodnotu pro své vlastníky. Ukazatel EVA entity má rostoucí charakter ve všech letech kromě roku 2015, kdy došlo ke snížení o 10 985 tis. Kč z důvodu výrazného snížení hodnoty NOPAT. Celkově se však EVA od roku 2012 do roku 2016 zvýšila z 22 490 tis. Kč na 77 089 tis. Kč, tedy o 343 %. To je pro podnik i pro vlastníky velmi dobrá zpráva.

Tabulka č. 39 a graf č. 6 porovnávají hodnoty ukazatele EAT z výsledovky a ukazatele EVA. Jak již bylo řečeno výše, ukazatel EVA má ve všech letech kromě roku 2015 rostoucí charakter. U ukazatele EAT můžeme taktéž pozorovat mírné snížení hodnoty v roce 2015 o 1 978 tis. Kč. V tomto roce došlo ke snížení provozního výsledku hospodaření o 4 122 tis. Kč mimo jiné vlivem výrazného zvýšení hodnoty odpisů o 6 526 tis. Kč

Rozdíl v hodnotách ukazatelů EAT a EVA entity je zejména v prvním sledovaném roce velmi výrazný, postupně se však snižuje. V roce 2012 je EVA o 63 % nižší než EAT, v roce 2013 je EVA o 32 % nižší, v roce 2014 je o 26 % nižší, v roce 2015 činí rozdíl 37 % a v posledním sledovaném roce je EVA o 17 % nižší než EAT.

Nízká hodnota ukazatele EVA v roce 2012 oproti dalším rokům byla způsobena vyššími váženými průměrnými náklady kapitálu, které činily 9,2 % a byly nejvyšší ze všech sledovaných let. V dalších letech docházelo k postupnému poklesu WACC a ke

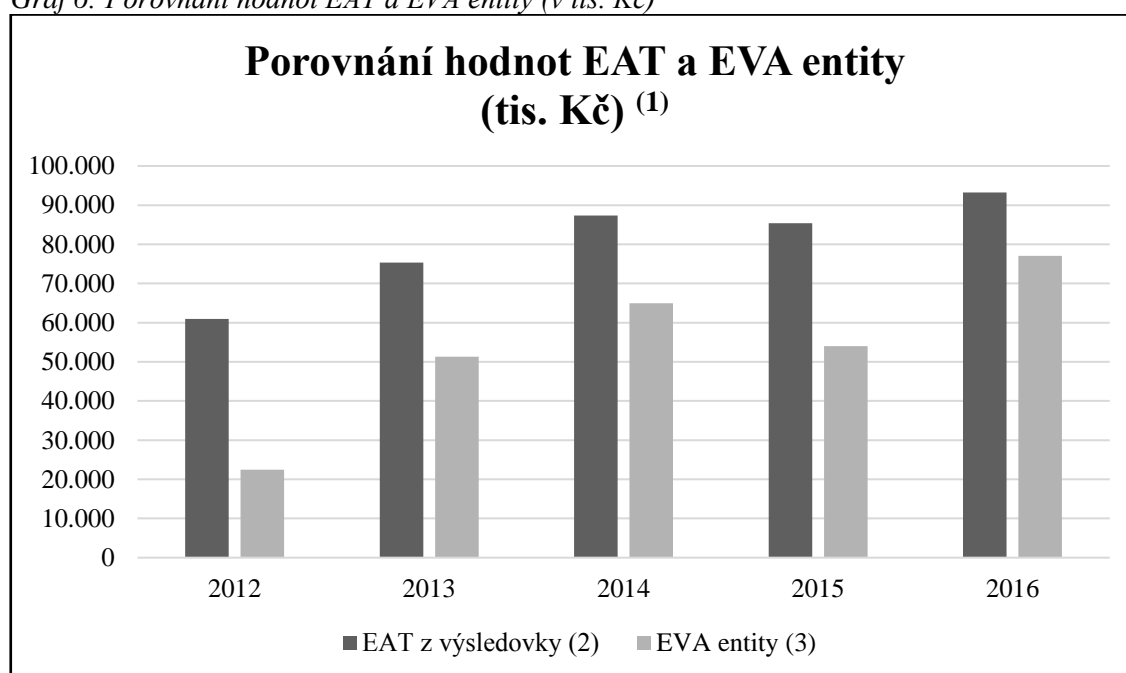
zvyšování hodnoty NOA i NOPAT, hodnota EVA tedy začala stoupat a v roce 2016 je rozdíl hodnot mezi EAT a EVA jen 17 %.

Tabulka 39: Porovnání EAT a EVA entity (v tis. Kč) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
EAT ⁽³⁾	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
EVA entity ⁽⁴⁾	22.490	51.347	64.980	53.995	77.089
Rozdíl ⁽⁵⁾	-38.432	-24.025	-22.386	-31.393	-16.130

⁽¹⁾Comparison of EAT and EVA (in thousands CZK); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾EAT; ⁽⁴⁾EVA entity; ⁽⁵⁾Difference. Zdroj: Vlastní zpracování.

Graf 6: Porovnání hodnot EAT a EVA entity (v tis. Kč) ⁽¹⁾



⁽¹⁾Comparison of EAT and EVA (in thousands CZK); ⁽²⁾EAT; ⁽³⁾EVA entity. Zdroj: Vlastní zpracování.

4.4.5 Relativní ukazatele EVA

Protože ukazatel EVA je ukazatel absolutní, není možné ho použít pro mezipodnikové srovnávání. Proto byly vyvinuty ukazatele Hodnotové rozpětí, Relativní EVA podle London Business School a EVA – ROS, které mezipodnikové srovnání umožňují.

Tabulka 40: Hodnotové rozpětí ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT (v tis. Kč) ⁽³⁾	60.332	76.915	91.723	85.343	100.542
NOA (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	411.259	403.528	428.033	528.715	555.470
WACC (v %) ⁽⁵⁾	9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%
Hodnotové rozpětí ⁽⁶⁾	5,47%	12,72%	15,18%	10,21%	13,88%

⁽¹⁾Value spread; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾NOPAT (in thousands CZK); ⁽⁴⁾NOA (in thousands CZK); ⁽⁵⁾WACC (in %); ⁽⁶⁾Value spread (in thousands CZK). Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 40 vyčísluje ukazatel Hodnotové rozpětí (value spread) ve sledovaných letech. Nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele společnost Kern-Liebers dosáhla v roce 2014, naopak nejnižší hodnoty v roce 2012. Pomocí tohoto ukazatele bychom mohli sledovanou společnost srovnat s podniky s rozdílnou velikostí, kapitálovým vybavením, kapitálovou strukturou a především s rozdílnou rizikovostí.

Nízká hodnota rozpětí v roce 2012 byla způsobena zejména vysokou hodnotou WACC a také nízkou hodnotou NOPAT. V roce 2013 došlo k navýšení hodnotového rozpětí o 7,25 % zejména díky vyšší hodnotě NOPAT oproti roku 2012, dále se snížily WACC o 2,86 % a také klesla hodnota NOA, která se nachází i ve jmenovateli vzorce.

V dalších třech sledovaných letech je hodnotové rozpětí kolísavé. V roce 2014 došlo k růstu o 2,46 %, v roce 2015 hodnota rozpětí klesla o 4,97 % a v roce 2016 hodnota ukazatele znovu vzrostla z 10,21 % na 13,88 %. Změny byly způsobeny kombinací růstu hodnoty NOPAT, NOA a nízkými hodnotami WACC.

Tabulka 41: Relativní EVA podle London Business School ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
EVA (v tis. Kč) ⁽³⁾	22.490	51.347	64.980	53.995	77.089
Osobní náklady (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	160.168	166.885	183.185	197.643	220.491
WACC (v %) ⁽⁵⁾	9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%
NOA (v tis. Kč) ⁽⁶⁾	411.259	403.528	428.033	528.715	555.470
Relativní EVA (v tis. Kč) ⁽⁷⁾	11,36%	26,68%	30,95%	23,58%	31,60%

⁽¹⁾Relative EVA; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾EVA (in thousands CZK); ⁽⁴⁾Personal costs (in thousands CZK); ⁽⁵⁾WACC (in %); ⁽⁶⁾NOA (in thousands CZK); ⁽⁷⁾Relative EVA. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 42: Řetězové indexy hodnot ve vzorci pro výpočet ukazatele Relativní EVA ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Řetězový index čitatele ⁽³⁾	-	2,28	1,27	0,83	1,43
Řetězový index jmenovatele ⁽⁴⁾	-	0,97	1,09	1,09	1,07

⁽¹⁾Chain indexes of values in the formula for calculating EVA indicator; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Numerator chain index; ⁽⁴⁾Denominator chain index. Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 41 a 42 zobrazují ukazatel Relativní EVA vyvinutý specialisty London Business School a řetězové indexy hodnot v čitateli (EVA) a ve jmenovateli (Osobní náklady + WACC * NOA). Ve vzorci pro výpočet Relativního ukazatele EVA jsou hodnoty ukazatelů EVA, WACC a NOA převzaté z výpočtů v předchozích kapitolách, a dále Osobní náklady, které byly převzaty z Výkazu zisků a ztrát jednotlivých let.

Tento ukazatel je pro společnost méně významný, protože neprovozuje činnosti spojené s vysokým podílem lidské práce (neposkytuje služby), ke kterým je tento ukazatel primárně určen. Mezi roky 2012 a 2013 došlo k výraznému nárůstu hodnoty ukazatele Relativní EVA o 15,32 % zejména díky zvýšení hodnoty EVA o 28 857 tis. Kč a také díky snížení hodnoty ve jmenovateli vzorce, kdy WACC klesly o 2,86 % a hodnota NOA klesla o 7 731 tis. Kč. V roce 2014 dosahovala společnost hodnoty 30,95 %. Tato hodnota se v roce 2015 snížila na 23,58 % zejména díky výraznému zvýšení hodnoty NOA o 100 682 tis. Kč, ale toto navýšení bylo částečně kompenzováno snížením hodnoty WACC na 5,93 % a také snížením hodnoty EVA. V roce 2016 vzrostla hodnota ukazatele Relativní EVA o 8,02 % na rekordních 31,6 % zejména díky rychlejšímu růstu hodnoty v čitateli, tedy hodnoty EVA. Naopak celková hodnota ve jmenovateli rostla pomaleji oproti předchozímu roku, což napomohlo růstu celkové hodnoty ukazatele Relativní EVA. I přes mírné snížení v letech 2015 společnost dosahuje velmi pozitivních hodnot.

Tabulka 43: EVA – ROS ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
EVA (v tis. Kč) ⁽³⁾	22.490	51.347	64.980	53.995	77.089
Obrat (v tis. Kč) ⁽⁴⁾	984.871	1.096.931	1.194.807	1.254.706	1.354.244
EVA – ROS (v %) ⁽⁵⁾	2,28%	4,68%	5,44%	4,30%	5,69%

⁽¹⁾EVA-ROS indicator; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾EVA (in thousands CZK); ⁽⁴⁾Turnover (in thousands CZK); ⁽⁵⁾EVA-ROS indicator (in %). Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka 44: Řetězové indexy hodnot ve vzorci pro výpočet ukazatele EVA – ROS⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Řetězový index čitatele ⁽³⁾	-	2,28	1,27	0,83	1,43
Řetězový index jmenovatele ⁽⁴⁾	-	1,11	1,09	1,05	1,08

⁽¹⁾Chain indexes of values in the formula for calculating EVA-ROS indicator; ⁽²⁾Indicator;

⁽³⁾Numerator chain index; ⁽⁴⁾Denominator chain index. Zdroj: Vlastní zpracování.

V tabulce č. 43 a 44 je uveden poslední zmíněný relativní ukazatel EVA – ROS a vývoj hodnot v čitateli (EVA) a ve jmenovateli (Obrat). Tento ukazatel vyjadřuje Ekonomickou přidanou hodnotu vztaženou k podnikovému obratu, do něhož byly zahrnuty hodnoty Tržeb za zboží a Výkonů.

Výsledné hodnoty ukazatele EVA – ROS se opět pohybují v kladných hodnotách a mezi roky 2012 a 2013 hodnota ukazatele vzrostla o 2,4 % zejména díky zvýšení hodnoty ukazatele EVA o 28 857 tis. Kč.

V roce 2014 hodnota EVA – ROS vzrostla o 0,76 % na 5,44 % opět díky rychlejšímu růstu ukazatele EVA oproti obratu. V roce 2015 se hodnota snížila o 1,14 % vzhledem výraznému poklesu ukazatele EVA a v roce 2016 hodnota vzrostla na 5,69 %, což je nejvyšší hodnota sledovaných let. Tento nárůst byl opět způsoben rychlejším růstem ukazatele EVA.

4.5 Rozklad ukazatele EVA

Aby bylo možné identifikovat hlavní generátory hodnoty a jejich vliv na ukazatel EVA, byl sestaven pyramidový rozklad za všechny sledované roky, tedy 2012 – 2016, a přírůstky/úbytky byly vyčísleny absolutně. Pyramidový rozklad ukazatele EVA je uveden v příloze č. 3.

Pro sestavení pyramidového rozkladu byl využit vzorec (2.7), tedy vzorec pro výpočet ukazatele EVA entity. Cílem rozkladu je zjistit, jaké generátory měly vliv na růst nebo pokles vrcholového ukazatele. Základními prvky, které působí na tvorbu hodnoty, jsou podle vzorce (2.7) NOPAT, NOA a WACC. NOPAT působí na vrcholový ukazatel pozitivně, tzn. s růstem jeho hodnoty se zvyšuje i hodnota EVA. Naopak hodnota součinu $NOA * WACC$ působí negativně a při růstu tohoto součinu bude EVA klesat.

Rozklad začíná u vrcholového ukazatele EVA, kde je sledována jeho meziroční změna v absolutním vyjádření. V roce 2013 je viditelný výrazný nárůst hodnoty o 28 857 tis. Kč oproti roku 2012 jednak díky pozitivnímu vlivu ukazatele NOPAT, a také díky pozitivnímu vlivu součinu NOA a WACC, jehož hodnota klesla o 12 274 tis. Kč. V roce 2014 hodnota vrcholového ukazatele nadále stoupá, ale již v mírnějším tempu díky kombinaci vlivů rostoucího NOPATu, rostoucích NOA a také klesajících WACC.

V roce 2015 však dochází ke snížení hodnoty EVA o 10 985 tis. Kč. Příčinou tohoto poklesu byl rychlejší nárůst součinu $NOA * WACC$ než byl růst hodnoty NOPAT, kdy NOA vzrostla o 100 678 tis. Kč v důsledku výrazného zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu.

V roce 2016 již není nárůst aktiv tak vysoký, navíc stále klesají WACC a hodnota NOPAT nadále stoupá, díky čemuž v posledním sledovaném roce vzrostla i hodnota EVA o 23 094 tis. Kč na rekordních 77 089 tis. Kč.

Při dalším rozkladu hodnot NOA a NOPAT je patrný přechod na ukazatele, při jejichž další analýze by již bylo zapotřebí využít klasické finanční ukazatele a moderní metody by v těchto stupních rozkladu neměly uplatnění.

4.6 Srovnání podniku s odvětvím v letech 2012 - 2016

Benchmarkingový systém INFA slouží k ověření finančního zdraví podniků a porovnání jejich výsledků s nejlepšími firmami v odvětví, nebo s průměrem za odvětví. Na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) lze spustit benchmarking ve dvou variantách – se starou klasifikací OKEČ, nebo s klasifikací CZ-NACE, kterou použijeme pro srovnání sledované společnosti Kern-Liebers s průměrem za odvětví.

Společnost Kern-Liebers spadá v rámci klasifikace CZ-NACE pod Zpracovatelský průmysl, do oddílu 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení.

V prvním kroku je tedy potřeba spustit benchmarking s klasifikací CZ-NACE a v druhém kroku se zvolí období, pro která budeme vyplňovat svá podniková data. Zvolila jsem tedy roky 2012 – 2016. Po potvrzení našeho výběru už začínáme vyplňovat potřebné údaje z výkazu zisku a ztráty a z rozvahy v jednotlivých letech. Pro příklad je níže přiložené schéma č. 8 s vloženými údaji za rok 2016.

Schéma 8: INFA - údaje pro rok 2016 ⁽¹⁾

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		ROZVAHA	
Tržby za prodej zboží	<input type="text" value="3521"/>	Aktiva celkem	<input type="text" value="889738"/>
Tržby za prodej výrobků a služeb	<input type="text" value="1332570"/>	Zásoby	<input type="text" value="139532"/>
Výkonová spotřeba (do roku 2015 Výkonová spotřeba + Náklady na prodané zboží)	<input type="text" value="983302"/>	Pohledávky (dlouhodobé a krátkodobé)	<input type="text" value="176886"/>
Osobní náklady	<input type="text" value="220491"/>	Peněžní prostředky (do roku 2015 součást Krátkodobého finančního majetku)	<input type="text" value="0"/>
Mzdy	<input type="text" value="164065"/>	Krátkodobý finanční majetek	<input type="text" value="6314"/>
Nákladové úroky a podobné náklady (do roku 2015 Nákladové úroky)	<input type="text" value="2356"/>	Vlastní kapitál	<input type="text" value="432135"/>
VH před zdaněním	<input type="text" value="117327"/>	Vydané dluhopisy a směnky dlouhodobé a krátkodobé	<input type="text" value="0"/>
VH za účetní období	<input type="text" value="93219"/>	Krátkodobé závazky (do roku 2015 Krátkodobé závazky + Krátkodobé BÚ a fin. výpomoci)	<input type="text" value="168732"/>
		Dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím (do roku 2015 Dlouhodobé BÚ)	<input type="text" value="241154"/>
		Krátkodobé závazky k úvěrovým institucím (do roku 2015 Krátkodobé BÚ a fin. výpomoci)	<input type="text" value="27590"/>

⁽¹⁾INFA – data for year 2016. Zdroj: Vlastní zpracování na webu www.mpo.cz

Po zadání údajů z finančních výkazů ve všech letech jsem zvolila CZ-NACE 25 a po potvrzení svého výběru jsem ze systému INFA získala výsledky, které zobrazuje schéma č. 9.

Schéma 9: INFA - výsledky srovnání ⁽¹⁾

Ukazatel	2012		2013		2014		2015		2016	
	KL	Odvětví	KL	Odvětví	KL	Odvětví	KL	Odvětví	KL	Odvětví
Spread (ROE - re)	9,32%	-2,73%	16,41%	-2,20%	16,54%	5,82%	15,53%	5,73%	11,27%	7,01%
ROE	26,83%	11,83%	31,21%	11,56%	34,46%	17,06%	25,19%	15,33%	21,57%	12,39%
re	17,51%	14,56%	14,80%	13,76%	17,92%	11,24%	9,67%	9,60%	10,30%	5,38%
EBIT/A	17,38%	8,33%	19,28%	8,01%	20,65%	11,98%	17,37%	10,89%	13,45%	9,31%
EBIT/Obrat	8,11%	7,09%	8,59%	6,85%	9,46%	10,33%	8,58%	9,47%	8,96%	8,26%
Obrat aktiv	2,14	1,18	2,25	1,17	2,18	1,16	2,02	1,15	1,50	1,13
VK/A	49,85%	49,00%	49,40%	47,13%	46,68%	50,46%	55,23%	51,52%	48,57%	52,88%
ÚZ/A	81,16%	63,27%	74,49%	60,01%	74,82%	63,46%	76,94%	64,55%	78,77%	65,31%
EAT/EBT	79,75%	78,15%	82,10%	78,42%	79,48%	80,78%	82,12%	79,32%	79,45%	75,53%
Okamžitá likvidita	0,07	0,24	0,16	0,22	0,17	0,24	0,02	0,03	0,04	0,09
Pohotovlá likvidita	0,93	1,03	1,06	1,16	0,87	1,18	1,21	1,22	1,09	1,34
Běžná likvidita	1,56	1,68	1,71	1,77	1,47	1,83	2,05	1,87	1,91	2,23
Bezriziková sazba	2,31%	2,31%	2,26%	2,26%	1,58%	1,58%	0,58%	0,58%	0,48%	0,48%
Riziková přírážka	4,11%	2,30%	4,13%	2,22%	4,00%	2,10%	3,80%	2,00%	3,14%	1,84%

⁽¹⁾INFA – comparison results. Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z MPO.

Ze schématu č. 9 je již na první pohled patrné, že u některých ukazatelů dosahuje společnost Kern-Liebers horších výsledků, než je odvětvový průměr. Hodnoty horší, než je odvětvový průměr, jsou označeny červeně. Naopak hodnoty lepší, než je odvětvový průměr, jsou označeny zeleně.

Ukazatele s celkově nejhoršími výsledky jsou bezesporu všechny tři ukazatele likvidity, kdy se podnik až na jednu výjimku v žádném roce nedostal ani na hranici odvětvového průměru. Také ukazatel Alternativní náklady vlastního kapitálu (re) má každoročně výrazně horší hodnotu, než odvětvový průměr. Musíme však vzít v úvahu fakt, že hodnotu Alternativních nákladů vlastního kapitálu pro podnik vypočítal systém INFA z omezených dat.

Z tabulky jsou patrné i ukazatele, jejichž hodnoty jsou horší, než odvětvový průměr, jen v některých letech. Jedná se například o ukazatel Marže (EBIT/Obrat) v roce 2014 a 2015, Koeficient samofinancování (VK/A) v letech 2014 a 2016 nebo podíl Čistého zisku a zisku před zdaněním (EAT/EBT) v roce 2014. Po bližším prozkoumání si však můžeme všimnout, že hodnoty podniku samotného se nijak výrazně nezhoršily, ale naopak došlo ke zvýšení průměrných hodnot odvětví.

Z pohledu ukazatelů Spread, ROE, Produkční síla (EBIT/A), Obrat aktiv nebo Úplatné zdroje/Aktiva (ÚZ/A) dosahuje podnik nadprůměrných výsledků ve všech sledovaných letech. Komentáře k pozitivním hodnotám a vývoji těchto ukazatelů jsou uvedeny v kapitole 4.3 Finanční analýza.

4.7 Porovnání výsledků klasických a moderních metod

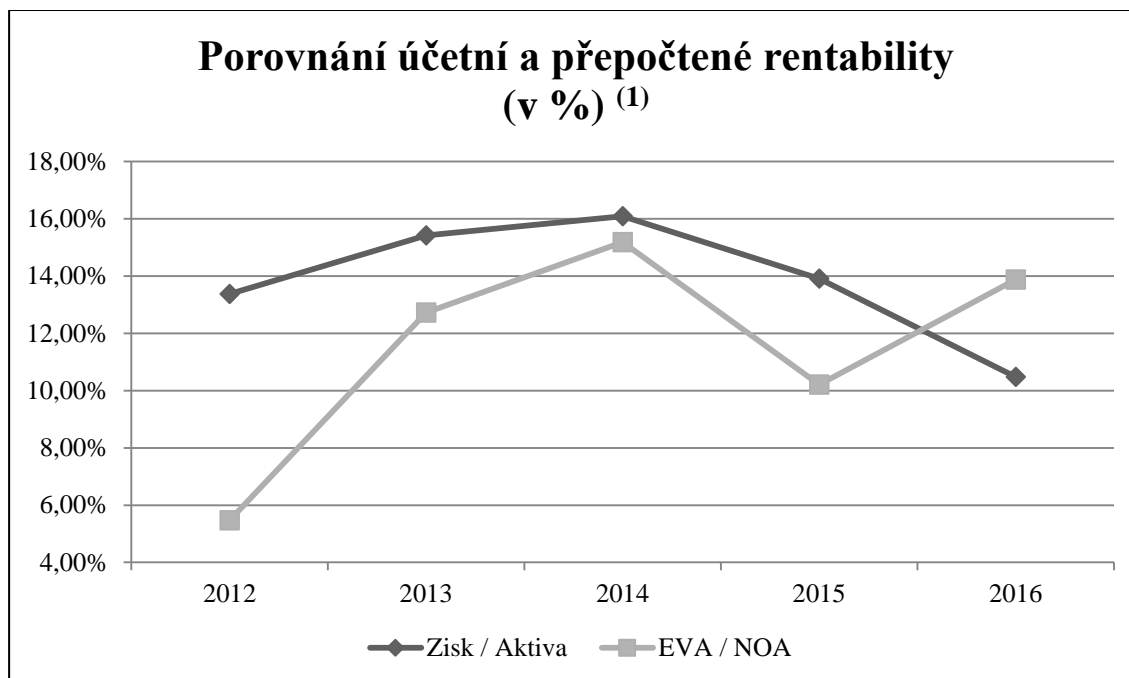
4.7.1 Porovnání výsledků a zhodnocení vývoje

Tabulka 45: Porovnání účetní a přepočtené rentability (v %) ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
Účetní rent. (zisk/aktiva) ⁽³⁾	13,37%	15,42%	16,09%	13,92%	10,48%
Přepoč. rent. (EVA/NOA) ⁽⁴⁾	5,47%	12,72%	15,18%	10,21%	13,88%

⁽¹⁾Comparison of accounting and recalculated profitability (in %); ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾Accounting profitability (profit/assets); ⁽⁴⁾Recalculated profitability (EVA/NOA). Zdroj: Vlastní zpracování.

Graf 7: Porovnání účetní a přepočtené rentability (v %) ⁽¹⁾



⁽¹⁾Comparison of accounting and recalculated profitability (in %); ⁽²⁾Accounting profitability (profit/assets); ⁽³⁾Recalculated profitability (EVA/NOA). Zdroj: Vlastní zpracování.

Tabulka č. 45 a graf č. 7 porovnávají hodnotu účetní a přepočtené rentability. Tyto dva ukazatele se od sebe i přes podobný vývoj v letech 2012 – 2015 viditelně výrazně liší. V letech 2012 – 2014 hodnoty účetní i přepočtené rentability rostly, v roce 2015 však obě hodnoty zasáhl výrazný pokles. Účetní rentabilita však roste/klesá pomaleji, než přepočtená, která navíc v prvním sledovaném roce dosahovala výrazně nízké hodnoty z důvodu velmi nízké hodnoty ukazatele EVA.

V roce 2016 však dochází k odlišnému vývoji. Účetní rentabilita stále klesá z důvodu rapidního nárůstu aktiv, naopak u přepočtené rentability byl zaznamenán nárůst díky zvýšení hodnoty NOPAT i NOA, kdy NOPAT rostl rychleji.

Důvodů pro tak rozdílné hodnoty obou rentabilit je hned několik. Pro přehlednost byla sestavena tabulka č. 46, která zobrazuje všechny ukazatele vstupující do výpočtu obou rentabilit a ovlivňující jejich hodnoty.

Tabulka 46: Ukazatele ovlivňující účetní a přepočtenou rentabilitu ⁽¹⁾

Ukazatel ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015	2016
EVA (tis. Kč) ⁽³⁾	22 490	51 347	64 980	53 995	77 089
Aktiva (tis. Kč) ⁽⁴⁾	455 570	488 949	543 146	613 623	889 738
NOA (tis. Kč) ⁽⁵⁾	411 259	403 528	428 033	528 715	555 470
EAT (tis. Kč) ⁽⁶⁾	60 922	75 372	87 366	85 388	93 219
NOPAT (tis. Kč) ⁽⁷⁾	60 332	76 915	91 723	85 343	100 542
WACC _{MPO} (%) ⁽⁸⁾	9,51%	8,12%	7,75%	8,35%	9,67%
WACC _{US} (%) ⁽⁹⁾	9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%
r _{e MPO} (%) ⁽¹⁰⁾	17,51%	14,80%	17,92%	9,67%	10,30%
r _{e US} (%) ⁽¹¹⁾	14,55%	9,21%	10,00%	8,04%	7,61%

⁽¹⁾Indicators affecting ROA and EVA/NOA; ⁽²⁾Indicator; ⁽³⁾EVA (in thousands CZK); ⁽⁴⁾Assets (in thousands CZK); ⁽⁵⁾NOA (in thousands CZK); ⁽⁶⁾EAT (in thousands CZK); ⁽⁷⁾NOPAT (in thousands CZK); ⁽⁸⁾WACC_{MPO} (in %); ⁽⁹⁾WACC_{US} (in %); ⁽¹⁰⁾r_{e MPO} (in %); ⁽¹¹⁾r_{e US} (in %). Zdroj: Vlastní zpracování.

Díky tabulce č. 46 může být zhodnocen vliv jednotlivých ukazatelů na vývoj účetní a přepočtené rentability. Odrazovým můstkem pro porovnávání bude vzorec pro výpočet ukazatele EVA, tedy $NOPAT - NOA * WACC$, kdy do WACC vstupují náklady na vlastní kapitál podle amerického kapitálového trhu (r_{e US}).

Při porovnání hodnot účetních a přepočtených aktiv jsou viditelné výrazné změny. Účetní aktiva podniku zahrnovala položky, které podle moderních měřítek nejsou provozně potřebná a neslouží k hlavní výrobní činnosti podniku, proto musela být při výpočtu přepočtených aktiv vyloučena a vznikly tak výrazné rozdíly. Účetní aktiva mají rostoucí charakter ve všech sledovaných letech a jejich hodnota v roce 2016 prudce stoupla díky investici do nového technického vybavení a do nové výrobní haly a dosahovala rekordních 889 738 tis. Kč. Výrazný nárůst v tomto roce však zapříčinil pokles účetní rentability o 3,44 %.

Naopak NOA rostla pomaleji, v roce 2013 dokonce došlo k jejich poklesu. Extrémním může být nazván rok 2015, kdy se jejich hodnota zvýšila o více než

100 682 tis. Kč a tento nárůst způsobil výrazný pokles ukazatele EVA v tomto roce. Pokles EVA a nárůst NOA následně způsobil výrazný pokles přepočtené rentability z 15,18 % v roce 2014 na 10,21 % v roce 2015. V posledních sledovaných letech nedosahovala NOA tak vysokých hodnot ani tak rychlého růstu jako účetní aktiva. Tento pomalejší růst NOA a zároveň rychlejší růst EVA zapříčinil nárůst přepočtené rentability v roce 2016 o 3,67 %.

Při pohledu na ukazatele EAT a NOPAT je patrný jen nevýrazný rozdíl mezi účetní a přepočtenou hodnotou čistého zisku podniku. V letech 2012, 2013 a 2015 je hodnota NOPAT a EAT téměř totožná díky podobným kladným a záporným úpravám, které se vzájemně vykompenzovaly. V roce 2014 a 2016 však došlo k úpravám o minimální částky odpisů z přecenění DM a hodnota VH se více zvyšovala o hodnotu placených úroků, což bylo jedním z důvodů zvýšení hodnoty NOPAT. Druhým důvodem bylo, že od roku 2014 docházelo ke zvyšování odložené daně, která snižovala EAT, ale do úpravy hodnoty NOPAT byla podle doporučeného postupu Maříka a Maříkové (2005) zahrnuta jen hodnota splatné daně. Upravený VH byl tedy ponížěn o nižší daň a NOPAT díky tomu dosahoval vyšší hodnoty. V roce 2014 byl NOPAT vyšší než EAT o 4 357 tis. Kč a v roce 2016 o 7 323 tis. Kč.

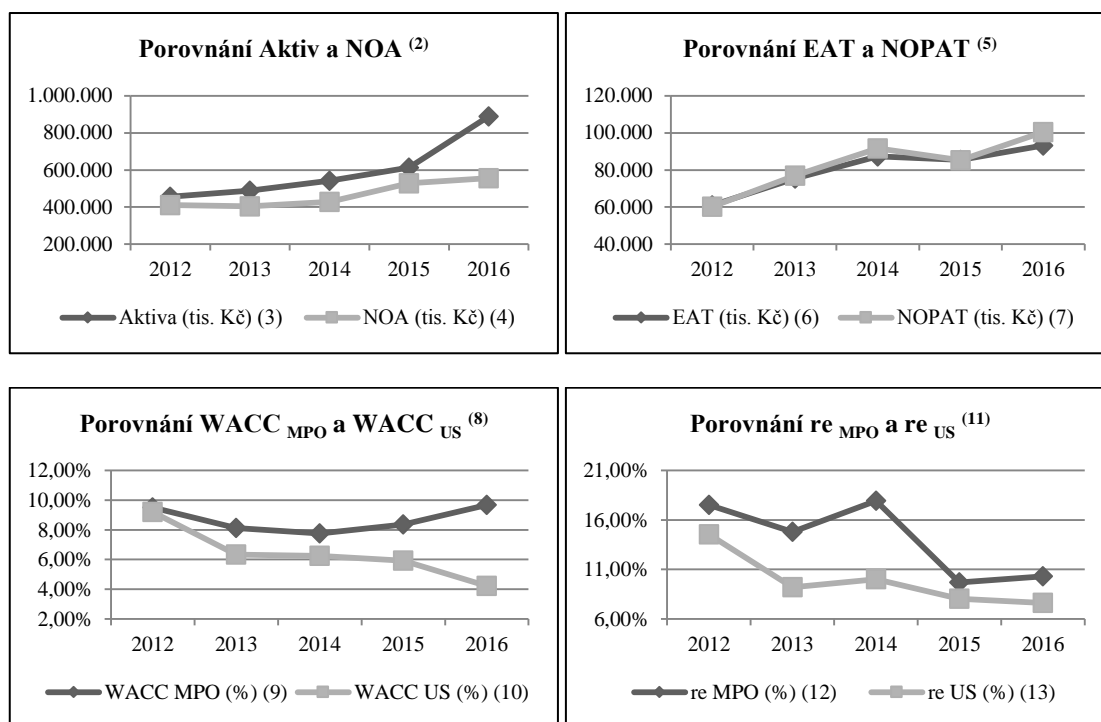
WACC podle amerického kapitálového trhu vstupují do výpočtu ukazatele EVA a jejich vývoj byl pro podnik příznivý. Z původních 9,20 % v roce 2012 jejich hodnota postupně ve všech letech klesala až na 4,22 % v roce 2016 a právě tomuto poklesu napomáhal zejména pokles ukazatele $r_{e US}$, který se mezi roky 2012 – 2016 snížil na téměř poloviční hodnotu. Díky snižování nákladů na vlastní kapitál, potažmo WACC a zvyšování NOPAT a NOA mohla EVA růst.

Vývoj WACC podle webu Ministerstva průmyslu a obchodu byl do roku 2014 obdobný, od roku 2015 však jejich hodnota začala stoupat a v roce 2016 dosáhla svého maxima, tedy 9,67 %. Negativní vývoj v roce 2015 zapříčinil výrazný nárůst aktiv v kombinaci s poklesem $r_{e MPO}$. Důvodem k poklesu WACC podle MPO v roce 2016 byl další nárůst aktiv a také nárůst $r_{e MPO}$.

Při porovnání hodnot nákladů na vlastní kapitál počítaných podle MPO a podle amerického kapitálového trhu jsou patrné velké rozdíly v jejich výši i vývoji vzhledem k odlišným metodám výpočtu.

Souhrnný graf č. 8 zobrazuje popsaný vývoj a rozdíly mezi všemi čtyřmi dvojicemi uvedenými v tabulce č. 46 – porovnává hodnoty Aktiv s hodnotami NOA, hodnoty EAT s hodnotami NOPAT, hodnoty WACC podle webu MPO s hodnotami WACC podle amerického kapitálového trhu a hodnoty nákladů na vlastní kapitál podle webu MPO s hodnotou nákladů na kapitál podle amerického kapitálového trhu. Díky tomuto souhrnnému grafu mohou být všechny popsané souvislosti přehlednější a jasnější.

Graf 8: Srovnání účetních a přepočtených hodnot ukazatelů z tabulky č. 46 ⁽¹⁾



⁽¹⁾Comparison of accounting and recalculated indicators from table 46; ⁽²⁾Comparison of assets and NOA; ⁽³⁾Assets (in thousands CZK); ⁽⁴⁾NOA (in thousands CZK); ⁽⁵⁾Comparison of EAT and NOPAT; ⁽⁶⁾EAT (in thousands CZK); ⁽⁷⁾NOPAT (in thousands CZK); ⁽⁸⁾Comparison of WACC_{MPO} and WACC_{US}; ⁽⁹⁾WACC_{MPO} (in %); ⁽¹⁰⁾WACC_{US} (in %); ⁽¹¹⁾Comparison of re_{MPO} and re_{US}; ⁽¹²⁾re_{MPO} (in %); ⁽¹³⁾re_{US} (in %). Zdroj: Vlastní zpracování.

4.7.2 Závěry k porovnání klasických a moderních metod

Z kapitoly 4.6.2 je patrné, že výsledky klasických a moderních metod hodnocení finanční situace podniku se od sebe výrazně liší. V případě společnosti Kern-Liebers jsou příčinou těchto rozdílů v první řadě výrazně nižší hodnoty NOA oproti účetním aktivům. Druhým významným ukazatelem, který ovlivňuje rozdíly mezi účetními a ekonomickými výsledky, jsou $WACC_{US}$, jejichž podobný vývoj s $WACC_{MPO}$ byl přerušen již v roce 2015 díky odlišnostem v hodnotách r_e . Nejméně se na rozdílech podílí odlišnosti ukazatele NOPAT od EAT.

1. Závěr

Při pohledu na rozklad ukazatele EVA v kapitole 4.5 je viditelné, že moderní metody se projevují jen v horních patrech rozkladu. Pro případnou další analýzu analytických ukazatelů vyšších řádů by bylo nutné využít klasickou finanční analýzu, která je v této části rozkladu nenahraditelná.

2. Závěr

Ukazatel EVA se zaměřuje na aktiva využívaná pouze v rámci hlavní výrobní činnosti podniku a na zisk, kterého podnik dosáhl opět pouze z hlavní výrobní činnosti. Nepočítá se tedy s mimořádnými neopakujícími se položkami ani nevyužívanými aktivy, které mohou zkreslovat konečné výsledky hodnocení finanční situace podniku. EVA dále umožňuje v rámci svého výpočtu stanovení a započítání nákladů na vlastní a cizí kapitál a bere v úvahu riziko a inflaci. Díky těmto charakteristikám jsou moderní metody, zejména ukazatel EVA, velmi přínosné.

3. Závěr

Transformace účetních dat na data ekonomická je velmi složitý proces a zejména ve velkých podnicích bude tento výpočet zdlouhavý. V této situaci mohou podniky vyčíslení ukazatele EVA nahradit stanovením Spreadu. Do výpočtu ukazatele Spread vstupují náklady na kapitál, které zohledňují riziko, ale budou zde chybět informace o přecenění aktiv a vyčíslení NOPAT. Tento postup by však podniky neměly zavrhnout, protože Spread díky snadné dostupnosti dat umožňuje mezipodnikové srovnávání.

4. Závěr

Problémem při vyčíslení ukazatele EVA může být hodnota WACC. Stanovení nákladů na cizí kapitál má jednotnou metodiku, výpočet nákladů na vlastní kapitál však může být proveden pomocí různých metod a podnik tak může dojít k odlišným výsledkům WACC. Dle mého názoru je volba výpočtu nákladů na vlastní kapitál pomocí dat amerického kapitálového trhu vhodnější. Český kapitálový trh není dostatečně rozvinutý, kdežto americký kapitálový trh díky své velikosti poskytuje velmi kvalitní, spolehlivá, dobře a pravidelně zpracovávaná data, která mohou být upravena o aktuální riziko České republiky pomocí rizikové prémie země.

5 ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo posoudit aplikovatelnost a využitelnost moderních metod hodnocení finanční situace podniku a porovnat je se staršími, klasickými ukazateli. V rámci klasické finanční analýzy byl proveden výpočet ukazatelů rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. Za zástupce moderních měřítek byl zvolen a vypočten ukazatel EVA včetně klíčových složek, které ekonomickou přidanou hodnotu ovlivňují. Pro výpočet všech ukazatelů byla použita data mezinárodní strojírenské společnosti Kern-Liebers z hospodářských období 2012 - 2016.

Z pohledu vypovídací schopnosti ukazatele by bylo vhodnější hodnotit podnik pomocí moderních měřítek, která na rozdíl od klasických ukazatelů berou v úvahu riziko, inflaci a náklady kapitálu. V dnešní době je nejpoužívanějším moderním ukazatelem právě Ekonomická přidaná hodnota, jejímž nejvýznamnějším přínosem je provázanost napříč celým podnikem. V první řadě dokáže oproti klasickým ukazatelům stanovit hodnotu pro vlastníky podniku se zohledněním rizika, které podstupují investoři. Dále může být EVA využita jako ukazatel měření výkonnosti, oceňování podniku, při hodnocení investičních příležitostí i odměňování zaměstnanců. Žádný jiný klasický ani moderní ukazatel nenabízí takovéto propojení podnikových aktivit.

Z pohledu obtížnosti stanovení ukazatele by se však dalo říci, že vyčíslení moderních ukazatelů je příliš zdoluhavé a obtížné, kdežto klasické ukazatele jsou velmi jednoduché, nenáročné na vstupní data a výpočet je velmi rychlý. Přesto však jejich výsledky přestávají být dostačující. Kompromisem by mohl být výpočet ukazatele Spread, který díky zahrnutým nákladům kapitálu zohledňuje riziko a jeho výhodou je možnost jeho využití k mezipodnikovému srovnávání. Výsledky tohoto ukazatele však budou postrádat zejména vliv z přecenění aktiv, který byl u společnosti Kern-Liebers velmi významný.

Dalším podnětem k úvaze je pohled na rozklad moderního ukazatele EVA. V horních stupních rozkladu se projevují moderní metody, ve spodních stupních je však nutno využít klasickou finanční analýzu, kterou nelze žádným moderním ukazatelem nahradit.

Z tohoto závěru vyplývá, že nelze jednoznačně určit ukazatel, který by byl pro podnikovou praxi nejvhodnější. Moderní ukazatele vnášejí do hodnocení podniků odlišný pohled a zpřesnění výsledků díky zohledněným nákladům kapitálu, inflaci a riziku a také

se dají využít v rámci řízení celého podniku. Stále však existují oblasti, ve kterých jsou klasické ukazatele nenahraditelné. Klasické ukazatele by tak měly být využívány souběžně s moderními měřítky s ohledem na velikost podniku a obor podnikání.

Výsledky hodnocení finanční situace společnosti Kern-Liebers pomocí klasických i moderních metod jsou velmi pozitivní. V rámci finanční analýzy dosahoval podnik nadprůměrných hodnot ukazatelů rentability, aktivity i optimálních hodnot zadluženosti. Jediným negativním ukazatelem byla okamžitá likvidita, u které společnost dosahovala velmi nízkých, až rizikových, hodnot. Všechny klíčové složky moderního ukazatele EVA také naznačují, že se podniku daří. Průměrné vážené náklady kapitálu ve sledovaných letech klesly téměř na polovinu, čistá operativní aktiva a operativní čistý zisk naopak rostly a díky tomu se ekonomická přidaná hodnota vyvíjela pozitivně. Podnik ve sledovaných letech dosahoval jak účetního, tak i ekonomického zisku a dá se předpokládat, že v následujících letech bude rostoucí trend pokračovat.

6 SEZNAM LITERATURY

1. Balcaen, S., Ooghe, H. (2006). *35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems*. The British Accounting Review.
2. Basovníková, M. (2010). *Hodnocení výkonnosti podniku – přednášky*. Brno: Mendelova univerzita.
3. Blaha, Z., & Jindřichovská, I. (2006). *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Praha: Management Press.
4. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Teorie a praxe firemních financí*. Brno: BizBooks.
5. Christopher, M. (2005). *Logistics and supply chain management: creating value-added networks*. New York: FT Prentice Hall.
6. Grünwald, R., & Holečková, J. (2007). *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress.
7. Holečková, J. (2008). *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI.
8. Jindřichovská, I., & Bláha, Z. S. (2001). *Podnikové finance*. Praha: Management Press, NT Publishing, s. r. o.
9. Keřkovský, M., & Valsa, O. (2012). *Moderní přístupy k řízení výroby*. Praha: C. H. Beck.
10. Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck.
11. Kislingerová, E. (2010). *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck.
12. Maditinos, D. I., Šević, Ž, Theriou, N. G. (2006). *Economic Value Added (EVA). Is it really the best performance measure? Review of the Theoretical and Empirical Literature. The case of Athens Stock Exchange (ASE)*. Review of Economic Sciences.
13. Mařík, M. (2001). *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress.
14. Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress.
15. Mařík, M., Maříková, P. (2005). *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Praha: Ekopress.

16. Maříková, P. (2001). *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota; tržní přidaná hodnota*. Praha: Ekopress.
17. Pavelková, D., Knápková, A. (2011). *Finanční analýza, Komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing.
18. Pavelková, D., Knápková, A. (2005). *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde.
19. Růčková, P. (2015). *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing.
20. Růčková, P., & Roubíčková, M. (2012). *Finanční management*. Praha: Grada.
21. Sedláček, J. (2011). *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press.
22. Scholleová, H. (2009). *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice: investiční proces jako základ budoucí prosperity, nástroje a metody investičního controllingu, volba financování a technologie, monitoring průběhu investice a postaudit*. Praha: Grada.
23. Synek, M. (1996). *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada.
24. Synek, M., Kislíngerová, E. (2010). *Podniková ekonomika*. Praha: C. H. Beck.
25. Šmída, F. (2007). *Zavádění a rozvoj procesního řízení ve firmě*. Praha: Grada Publishing.
26. Valach, J. (2010). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress.
27. Vochozka, M. (2011). *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing.
28. Živělová, I. (2007). *Podnikové finance*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita.

Internetové zdroje

29. https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=52870
30. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
31. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/implpr.html
32. <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-infa--30195/>
33. <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/tabulka-2-urokove-sazby-financnich-trhu/pribor-1m/>
34. <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>

7 SEZNAM GRAFŮ, OBRÁZKŮ A TABULEK

<i>Graf 1: Majetková struktura podniku (v tis. Kč).⁽¹⁾</i>	62
<i>Graf 2: Kapitálová struktura podniku (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	63
<i>Graf 3: ABC analýza odběratelů⁽¹⁾</i>	70
<i>Graf 4: Podíl na tržbách za rok 2016⁽¹⁾</i>	71
<i>Graf 5: Vývoj aktiv před úpravou a NOA v letech 2012 - 2016 (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	77
<i>Graf 6: Porovnání hodnot EAT a EVA entity (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	85
<i>Graf 7: Porovnání účetní a přepočtené rentability (v %)⁽¹⁾</i>	92
<i>Graf 8: Srovnání účetních a přepočtených hodnot ukazatelů z tabulky č. 46⁽¹⁾</i>	95
<i>Schéma 1: Rozklad Du Pont⁽¹⁾</i>	23
<i>Schéma 2: Dopady provedených úprav do aktiv⁽¹⁾</i>	38
<i>Schéma 3: Dopady provedených úprav do pasiv⁽²⁾</i>	38
<i>Schéma 4: Shrnutí úprav hospodářského výsledku běžné činnosti⁽¹⁾</i>	40
<i>Schéma 5: Shrnutí úprav provozního VH⁽²⁾</i>	40
<i>Schéma 6: Rozvaha pro hospodářská období 2012 – 2016 (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	60
<i>Schéma 7: Výkaz zisku a ztrát pro hospodářská období 2012 – 2016 (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	61
<i>Schéma 8: INFA - údaje pro rok 2016⁽¹⁾</i>	90
<i>Schéma 9: INFA - výsledky srovnání⁽¹⁾</i>	91
<i>Tabulka 1: Rozdílové ukazatele</i>	20
<i>Tabulka 2: Ukazatele rentability</i>	21
<i>Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti</i>	21
<i>Tabulka 4: Ukazatele aktivity</i>	22
<i>Tabulka 5: Ukazatele likvidity</i>	22
<i>Tabulka 6: Ukazatele tržní hodnoty</i>	22
<i>Tabulka 7: Podíl DM a OM na celkovém majetku podniku (v %)⁽¹⁾</i>	62
<i>Tabulka 8: Podíl zásob a pohledávek na OM podniku (v %)⁽¹⁾</i>	62
<i>Tabulka 9: Podíl VK a CK na celkovém kapitálu podniku (v %)⁽¹⁾</i>	63
<i>Tabulka 10: Vývoj ROA a položek vstupujících do výpočtu⁽¹⁾</i>	64
<i>Tabulka 11: Vývoj ukazatele ROCE a položek vstupujících do výpočtu⁽¹⁾</i>	65
<i>Tabulka 12: Vývoj ROE a položek vstupujících do výpočtu⁽¹⁾</i>	66
<i>Tabulka 13: Vývoj zadluženosti a položek vstupujících do výpočtu⁽¹⁾</i>	66
<i>Tabulka 14: Úrokové krytí⁽¹⁾</i>	67
<i>Tabulka 15: Vývoj ukazatelů aktivity⁽¹⁾</i>	67
<i>Tabulka 16: Řetězové indexy položek vstupujících do výpočtu ukazatelů aktivity⁽¹⁾</i>	67
<i>Tabulka 17: ABC analýza - identifikace tržeb (v EUR)⁽¹⁾</i>	69
<i>Tabulka 18: ABC analýza odběratelů⁽¹⁾</i>	69
<i>Tabulka 19: Vývoj ukazatelů likvidity⁽¹⁾</i>	71
<i>Tabulka 20: Vývoj čistého pracovního kapitálu (v tis. Kč)⁽¹⁾</i>	72

<i>Tabulka 21: Poskytnuté zálohy na DHM (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	73
<i>Tabulka 22: Okamžitá likvidita podniku ⁽¹⁾</i>	74
<i>Tabulka 23: Nedokončené investice (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	74
<i>Tabulka 24: Nevyužitý pozemek (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	75
<i>Tabulka 25: Nadbytečné zásoby (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	75
<i>Tabulka 26: Přecenění DM (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	75
<i>Tabulka 27: Neúročený cizí kapitál (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	76
<i>Tabulka 28: Souhrn změn při převodu aktiv na NOA (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	77
<i>Tabulka 29: Majetková struktura podniku po úpravách (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	78
<i>Tabulka 30: Struktura pasiv po provedení úprav (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	78
<i>Tabulka 31: Nákladové úroky (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	79
<i>Tabulka 32: Výsledek hospodaření z prodeje majetku (tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	79
<i>Tabulka 33: Odpisy z oceňovacího rozdílu DHM ⁽¹⁾</i>	79
<i>Tabulka 34: Úprava VH před zdaněním a vyčíslení NOPAT (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	80
<i>Tabulka 35: Náklady na cizí kapitál ⁽¹⁾</i>	81
<i>Tabulka 36: Náklady na vlastní kapitál ⁽¹⁾</i>	82
<i>Tabulka 37: Určení WACC (v %) ⁽¹⁾</i>	83
<i>Tabulka 38: EVA entity ⁽¹⁾</i>	84
<i>Tabulka 39: Porovnání EAT a EVA entity (v tis. Kč) ⁽¹⁾</i>	85
<i>Tabulka 40: Hodnotové rozpětí ⁽¹⁾</i>	86
<i>Tabulka 41: Relativní EVA podle London Business School ⁽¹⁾</i>	86
<i>Tabulka 42: Řetězové indexy hodnot ve vzorci pro výpočet ukazatele Relativní EVA ⁽¹⁾</i>	87
<i>Tabulka 43: EVA – ROS ⁽¹⁾</i>	87
<i>Tabulka 44: Řetězové indexy hodnot ve vzorci pro výpočet ukazatele EVA – ROS ⁽¹⁾</i>	88
<i>Tabulka 45: Porovnání účetní a přepočtené rentability (v %) ⁽¹⁾</i>	92
<i>Tabulka 46: Ukazatele ovlivňující účetní a přepočtenou rentabilitu ⁽¹⁾</i>	93

8 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 – Rozvaha k 30. 06. 2012 – 2016

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty k 30. 06. 2012 – 2016

Příloha č. 3 – Rozklad ukazatele EVA v letech 2012 - 2016

9 SEZNAM ZKRATEK

A	Aktiva celkem
APV	Adjusted present value - Upravená současná hodnota
β	Koeficient beta
β_n	Koeficient beta nezadluženého podniku
β_z	Koeficient beta zadluženého podniku
BCF	Brutto cash flow
BL	Běžná likvidita
BU	Bankovní úvěry
C	Capital - Celkový kapitál (VK + CK)
CAPM	Capitum asset pricing model - model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CFROI	Cash flow return on investment - výnosnost peněžních toků z investic
CK	Cizí kapitál
COT	Cash operating taxes - daň placená z operativního zisku
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČPFP	Čistý peněžně-pohledávkový fond
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPP	Čisté pohotové prostředky
ČSH	Čistá současná hodnota
ČSÚ	Český statistický úřad
ČZ	Čistý zisk
d	Sazba daně z příjmů
DCF	Discounted cash flow - Diskontované cash flow
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
$E(R_m)$	Očekávaná výnosnost na kapitálovém trhu
EAT	Earnings after taxes - Čistý zisk po zdanění
EBIT	Earnings before interest and taxes - Zisk před zdaněním a úroky
EBT	Earnings before taxes - Zisk před zdaněním
ER	Exces return
EVA	Economic value added - Ekonomická přidaná hodnota
I	Investice
i	Diskontní míra
INFA	Diagnostický systém finančních indikátorů
K	Kapitálový výdaj
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Market value added - Tržní přidaná hodnota

n	Doba životnosti
N	Náklady
NA	Neodepisovaná aktiva
n_{ck}	Náklady cizího kapitálu
NOA	Net operating assets - Čistá operativní aktiva
NOPAT	Net operating profit after tax - Operativní čistý zisk
n_{vk}	Náklady vlastního kapitálu
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
OL	Okamžitá likvidita
OM	Oběžný majetek
OP	Opravné položky
PL	Pohotová likvidita
PRIBOR	Prague InterBank offered rate
r_d	Náklady na cizí kapitál
r_e	Náklady na vlastní kapitál
r_f	Bezriziková úroková míra
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
RPT	Riziková prémie kapitálového trhu USA
RPZ	Riziková prémie země
SV	Shareholder value - Hodnota podniku pro vlastníky
SVA	Shareholder value added - přidaná hodnota pro vlastníky
t	Jednotlivé roky budoucího období
TSR	Total shareholder return - celková hodnota pro vlastníky
U	Nákladové úroky
ÚZ	Úplatné zdroje
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
WIP	Work in process – Nedokončená výroba
ZC	Zůstatková cena

10 SUMMARY, KEYWORDS

The aim of this diploma thesis was to evaluate the utility of modern methods of the financial situation focusing on the Economic value added and Market value added indicators and to compare these methods with the classical methods. This diploma thesis consisted of two parts.

In the theoretical part was characterized financial analysis, its importance, its users and especially its methods. The methods were divided into classical and modern. The classical methods of assessing the financial situation of the company were briefly summarized and most of the attention was paid to modern methods (especially EVA indicator). There were described methods of its use, changes of financial data, which lead to economic data, then procedure for calculating the cost of capital and then the final calculation.

In the practical part was firstly introduces a company Kern-Liebers, whose accounting data was used to perform financial analysis in years 2012 – 2016 using classical and modern methods. The main part of this work was the complex calculation of the Economic value added indicator and its components, the decomposition of the EVA indicator and finally comparison of the classical and modern indicators.

The conclusion of the thesis is that it is not possible to clearly identify the indicator that would be most suitable for business practice. Modern indicators bring a different view and refinement of business results into the business valuation, due to the reflected costs of capital, inflation and risk, and can be used to manage the entire business. However, there are still areas where classical indicators are irreplaceable. Classical indicators should be used in parallel with modern measures, taking into account the size of the enterprise and the business sector.

Keywords

financial analysis, classical methods, modern methods, economic value added, benchmarking, , net operating assets, net operating profit after tax, weighted average cost of capital, decomposition

JEL Classification – M41 Accounting, G17 Financial forecasting and simulation, G32 – financing policy, financial risk and risk management, capital and ownership structure.

PŘÍLOHY

Příloha č. 1 – Rozvaha k 30. 06. 2012 – 2016

Označení	Aktiva	Účetní období				
		2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM (B. + C. + D.I.)	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
B.	Dlouhodobý majetek (B.I. + B.II.)	203.488	215.080	255.055	313.441	566.841
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (B.I.1.)	27	235	190	83	262
B.I.1.	Software	27	235	190	83	262
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek (součet B.II.1. až B.II.5.)	203.461	214.845	254.865	313.358	566.579
B.II.1.	Pozemky	8.282	8.282	8.282	8.282	8.282
2.	Stavby	100.888	98.651	94.324	89.351	91.605
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	79.704	103.574	146.527	176.886	248.033
4.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4.762	4.338	5.732	38.839	214.526
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	9.825	0	0	0	4.133
C.	Oběžná aktiva (C.I. + C.III. + C.IV.)	251.361	273.695	287.910	299.997	322.712
C.I.	Zásoby (součet C.I.1. až C.I.4.)	102.116	103.359	117.820	123.565	139.532
C.I.1.	Materiál	48.049	51.555	56.933	50.573	50.763
2.	Nedokončená výroba	9.890	3.715	7.835	16.938	26.679
3.	Polotovary	17.330	17.246	21.995	16.332	19.907
4.	Výrobky	25.338	29.429	29.785	38.369	40.427
5.	Zboží	1.509	1.414	1.272	1.353	1.756
C.III.	Krátkodobé pohledávky (součet C.III.1. až C.III.6.)	137.194	144.943	137.228	173.959	176.866
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	130.967	142.765	132.982	163.222	165.424
2.	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	161	0	0	0
3.	Stát - daňové pohledávky	13	650	0	4.576	6.630
4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	5	4	0	197	33
5.	Dohadné účty aktivní	1.667	913	3.730	5.770	4.698
6.	Jiné pohledávky	4.542	450	516	194	81
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (součet C.IV.1. až C.IV.2.)	12.051	25.393	32.862	2.473	6.314
C.IV.1.	Peníze	151	123	174	267	305
2.	Účty v bankách	11.900	25.270	32.688	2.206	6.009
D.I.	Časové rozlišení (D.I.1.)	721	174	181	185	185
D.I.1.	Náklady příštích období	721	174	181	185	185

Označení	Pasiva	Účetní období				
		2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM (A. + B.)	455.570	488.949	543.146	613.623	889.738
A.	Vlastní kapitál (A.I. + A.III. + A.IV. + A.V.)	227.084	241.534	253.528	338.916	432.135
A.I.	Základní kapitál (A.I.1.)	82.883	82.883	82.883	82.883	82.883
A.I.1.	Základní kapitál	82.883	82.883	82.883	82.883	82.883
A.III.	Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (A.III.1.)	8.290	8.290	8.290	0	0
A.III.1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	8.290	8.290	8.290	0	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (A.IV.1.)	74.989	74.989	74.989	170.645	256.033
A.IV.1.	nerozdělený zisk minulých let	74.989	74.989	74.989	170.645	256.033
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+)	60.922	75.372	87.366	85.388	93.219
B.	Cizí zdroje (B.I. + B.II. + B.III. + B.IV.)	228.486	247.415	289.618	274.707	457.603
B.I.	Rezervy (součet B.I.1. až B.I.2.)	9.478	12.189	14.582	12.214	14.815
B.I.1.	Rezerva na daň z příjmů	2.698	3.341	3.217	0	0
2.	Ostatní rezervy	6.780	8.848	11.365	12.214	14.815
B.II.	Dlouhodobé závazky (součet B.II.1. až B.II.2.)	10.662	11.438	14.587	17.763	32.902
B.II.1.	Jiné závazky	0	0	0	0	8.424
2.	Odložený daňový závazek	10.662	11.438	14.587	17.763	24.478
B.III.	Krátkodobé závazky (součet B.III.1. až B.III.6.)	65.707	101.084	107.596	111.507	141.142
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	46.781	76.234	83.517	83.397	104.512
2.	Závazky k zaměstnancům	6.999	7.689	8.324	8.847	9.007
3.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	4.042	4.533	4.845	5.221	5.260
4.	Stát - daňové závazky a dotace	1.247	1.555	2.175	1.487	1.351
5.	Dohadné účty pasivní	6.467	10.798	8.512	12.167	12.303
6.	Jiné závazky	171	275	223	388	8.709
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (součet B.IV.1. až B.IV.2.)	142.639	122.704	152.853	133.223	268.744
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	47.262	63.419	64.011	98.634	241.154
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	95.377	59.285	88.842	34.589	27.590

Příloha č. 2 – Výkaz zisku a ztráty k 30. 06. 2012 – 2016

Označení	TEXT	Účetní období				
		2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	13 716	3 879	5 153	6 526	3 521
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	13 337	3 819	5 091	6 101	3 507
+	Obchodní marže (I. - A.)	379	60	62	425	14
II.	Výkony (II.1. až II.3.)	971 155	1 093 032	1 189 654	1 248 180	1 350 723
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	962 156	1 094 184	1 180 933	1 235 334	1 332 570
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	8 416	- 1 474	8 549	12 077	17 553
3.	Aktivace	583	342	172	769	600
B.	Výkonová spotřeba (B.1. + B.2.)	710 378	812 590	873 630	918 431	983 302
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	554 740	626 353	659 000	662 597	681 401
2.	Služby	155 638	186 237	214 630	255 834	301 901
+	Přidaná hodnota (I. - A. + II. - B.)	261 156	280 522	316 086	330 174	367 435
C.	Osobní náklady (součet C.1. až C.3.)	160 168	166 885	183 185	197 643	220 491
C.1.	Mzdové náklady	118 616	123 702	136 277	147 020	164 065
2.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	39 476	41 318	45 068	48 593	54 089
3.	Sociální náklady	2 076	1 865	1 840	2 030	2 337
D.	Daně a poplatky	179	200	199	208	208
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	25 455	25 440	26 378	32 904	43 375
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálů (III.1. + III.2.)	19	908	153	142	77
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	19	894	153	142	77
2.	Tržby z prodeje materiálu	0	14	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	37	930	0	48	0
G.	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplexních N příštích období	1 386	166	4 424	- 2 069	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 742	11 635	14 139	14 461	24 044
H.	Ostatní provozní náklady	4 606	3 157	3 600	7 573	7 375
*	Provozní výsledek hospodaření (zohlednění položek (+) až H.)	81 086	96 287	112 592	108 470	120 107
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	35	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	4	10	1	2	0
N.	Nákladové úroky	2 798	2 481	2 225	2 594	2 356
XI.	Ostatní finanční výnosy	11	38	0	0	204
O.	Ostatní finanční náklady	1 951	2 048	441	1 903	628
*	Finanční výsledek hospodaření (zohlednění položek VII. až O.)	- 4 699	- 4 481	- 2 665	- 4 495	- 2 780
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost (Q.1. + Q.2.)	15 465	16 434	22 561	18 587	24 108
Q.1.	- splatná	14 933	15 658	19 412	15 411	17 393
2.	- odložená	532	776	3 149	3 176	6 715
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (provozní VH + finanční VH - Q)	60 922	75 372	87 366	85 388	93 219
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (VH za běžnou činnost)	60 922	75 372	87 366	85 388	93 219
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (provozní VH + finanční VH)	76 387	91 806	109 927	103 975	117 327

Příloha č. 3 – Rozklad ukazatele EVA v letech 2012 – 2016

EVA		EVA.rok				
		2012	2013	2014	2015	2016
22.490	51.347	64.980	53.995	77.089		
-	28.857	13.634	-10.986	23.094		
absolutní změna						
NOPAT						
60.332	76.915	91.723	85.343	100.542		
-	16.583	14.808	-6.380	15.199		
NOA * WACC						
37.842	25.568	26.743	31.348	23.454		
-	-12.274	1.174	4.606	-7.895		
NOA						
411.259	403.528	428.033	528.715	555.470		
-	-594	1.542	6.123	1.343		
WACC						
9,20%	6,34%	6,25%	5,93%	4,22%		
-	-11.680	-367	-1.517	-9.238		
re * (VK,CK)						
8,56%	5,62%	5,55%	5,37%	3,11%		
-	-11.980	-320	-825	-12.262		
re						
14,53%	9,21%	10,00%	8,04%	7,61%		
-	-13.032	1.902	-5.661	-1.218		
Dlouhodobý majetek						
192.121	183.409	176.819	198.233	190.592		
-	-669	-415	1.302	-384		
Čistý pracovní kapitál						
218.417	219.945	251.033	330.297	364.693		
-	117	1.956	4.820	1.727		
Dlouhodobý hmotný majetek						
218.390	219.710	250.843	330.214	364.431		
-	101	1.959	4.827	1.718		
Pohledávky						
137.194	144.943	137.228	173.959	176.866		
-	-97	291	2.182	-22		
Zásoby						
102.116	103.359	105.813	121.141	136.231		
-	-16	-92	910	-113		
Osobní náklady						
160.168	166.885	183.185	197.643	220.491		
-	4.120	4.385	-2.473	4.469		
Přidaná hodnota						
261.156	280.522	316.086	330.174	367.433		
-	11.879	9.567	-2.410	7.289		
Časové rozlišení						
721	174	181	185	185		
-	-42	0	0	0		
Vlastní kapitál / Celkový kapitál						
58,83%	61,06%	55,49%	66,83%	40,81%		
-	1.052	-2.222	4.836	-11.043		
rd * (1-d) * (CZ,CK)						
0,64%	0,71%	0,70%	0,56%	1,11%		
-	300	-47	-692	3.023		
rd * (1-d)						
1,55%	1,83%	1,38%	1,68%	1,88%		
-	452	-441	185	505		
Cizí zdroje / Celkový kapitál						
41,15%	38,94%	44,51%	33,17%	59,19%		
-	-152	393	-877	2.518		
Krátkodobé závazky						
59.240	90.286	99.084	99.340	128.839		
-	-389	-331	15	-220		
Díaz						
14.660	15.816	19.671	14.831	17.499		
-	709	1.037	824	518		
Ostatní V - Ostatní N						
3.670	6.112	5.476	6.848	16.037		
-	1.498	-171	-235	1.797		