

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Inna Karapetova

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Inna Karapetova

Ekonomika a management

Provoz a ekonomika

Název práce

Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Název anglicky

Capital structure analysis of a selected company

Cíle práce

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

Metodika

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

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

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

Doporučený rozsah práce

60 – 80

Klíčová slova

Kapitálová struktura, vlastní kapital, cizí kapital, teorie kapitálové struktury, finanční analýza, optimalizace kapitálové struktury

Doporučené zdroje informací

- BREALEY, R A. – MYERS, S C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000. ISBN 80-7226-189-4.
- DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku : analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. V Praze: C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KNÁPKOVÁ, A. – PAVELKOVÁ, D. – REMEŠ, D. – ŠTEKER, K. *Finanční analýza : komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978-80-271-0563-2.
- RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada Publishing, 2019. ISBN 978-80-271-2028-4.
- SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978-80-271-0413-0.
- SWANSON, Zane, Bindiganavale N. SRINIDHI a Ananth SEETHARAMAN. *The Capital Structure Paradigm: Evolution of debt/equity choices*. Westport: Greenwood Publishing Group, 2003. ISBN 1-56720-616-6.
- SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1.
- VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.
- VOCHOZKA, M. – MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.
-

Předběžný termín obhajoby

2021/22 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomiky

Elektronicky schváleno dne 24. 11. 2022

prof. Ing. Lukáš Čechura, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 24. 11. 2022

doc. Ing. Tomáš Šubrt, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 27. 11. 2022

Čestné prohlášení

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

V Praze dne 27.11.2022

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala mojí vedoucí diplomové práce Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za vstřícnost, odborné připomínky, ochotu a trpělivost. Také bych ráda poděkovala podniku Energy Benefit Centre a.s. za poskytnutí informací potřebných k napsání této diplomové práce.

Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Abstrakt

Tato diplomová práce se zaměřuje na provedení analýzy kapitálové struktury a návrh optimální kapitálové struktury společnosti Energy Benefit Centre a.s. Práce je rozdělena do dvou hlavních částí. První část, rešerše odborné literatury, je věnována charakteristice základních pojmů, které se vztahují k tematice kapitálové struktury. Dále je pozornost věnována optimalizaci kapitálové struktury, důraz je kladen na popis statických a dynamických teorií kapitálové struktury a také zde jsou popsány determinanty kapitálové struktury z hlediska těchto teorií. Na závěr této části jsou vymezeny vybrané ukazatele finanční analýzy, které budou využity v druhé, praktické, části práce. Obsahem praktické části práce je analýza kapitálové struktury společnosti Energy Benefit Centre a.s. v období 2013–2020. V této části je charakterizován vybraný podnik a jsou představeny základní informace o něm. Pomocí dat z výročních zpráv podniku je situace společnosti zhodnocena prostřednictvím vybraných ukazatelů a je porovnána ve vztahu k odvětví. Na závěr jsou potom identifikovány základní potíže a na základě výše uvedeného vypracována doporučení a navržena optimální kapitálová struktura pro podnik Energy Benefit Centre a.s.

Klíčová slova: Kapitálová struktura, vlastní kapitál, cizí kapitál, finanční analýza, optimalizace kapitálové struktury, teorie kapitálové struktury, rentabilita, zadluženost.

Capital structure analysis of a selected company

Abstract

This diploma thesis focuses on the analysis of the capital structure and the design of the optimal capital structure of the company Energy Benefit Center a.s. The work is divided into two main parts. The first part, literary research, is devoted to the characteristics of basic concepts that relate to the topic of capital structure. Furthermore, attention is paid to the optimization of capital structure, emphasis is placed on the description of static and dynamic theories of capital structure and also the determinants of capital structure in terms of these theories are described. At the end of this part, selected indicators of financial analysis are defined, which will be used in the second, practical, part of the work. The content of the practical part of the work is an analysis of the capital structure of the company Energy Benefit Center a.s. in the period 2013–2020. This section characterizes the selected company and presents basic information about it. Using data from the company's annual reports, the company's situation is assessed through selected indicators and compared in relation to the industry. Finally, the basic difficulties are identified and, based on the above, recommendations are made and the optimal capital structure for the company Energy Benefit Center a.s.

Keywords: Capital structure, equity, debt, financial analysis, capital structure optimization, capital structure theory, profitability, indebtedness.

Obsah

1	Úvod	15
2	Cíl práce a metodika.....	16
2.1	Cíl práce	16
2.2	Metodika.....	16
3	Teoretická východiska.....	18
3.1	Kapitál a jeho struktura	18
3.1.1	Vlastní kapitál.....	19
3.1.2	Cizí kapitál.....	22
3.1.3	Výhody a nevýhody vlastního a cizího kapitálu.....	23
3.2	Optimalizace kapitálové struktury.....	24
3.2.1	Finanční páka.....	25
3.2.2	Bilanční pravidla	27
3.2.3	Teorie kapitálové struktury.....	28
3.2.3.1	Statické teorie	28
3.2.3.1.1	Model MM.....	29
3.2.3.1.2	Klasická (tradiční) teorie	33
3.2.3.1.3	Kompromisní teorie.....	34
3.2.3.2	Dynamické teorie.....	35
3.2.3.2.1	Teorie hierarchického pořádku.....	35
3.2.3.2.2	Teorie čtyř dimenzí Brealyho a Myerse	36
3.3	Determinanty kapitálové struktury	37
3.3.1	Determinanty kapitálové struktury vycházející z teorií struktur kapitálu	38
3.3.1.1	Náklady kapitálu.....	38
3.3.1.1.1	Průměrné náklady kapitálu	38
3.3.1.1.2	Náklady na vlastní kapitál	40

3.3.1.1.3	Náklady na cizí kapitál	47
3.3.1.2	Náklady finanční tísně.....	49
3.3.2	Determinanty kapitálové struktury vycházející z empirických průzkumu	50
3.3.2.1	Velikost podniku	50
3.3.2.2	Rentabilita aktiv	51
3.3.2.3	Struktura aktiv podniku.....	51
3.3.2.4	Likvidita	52
3.4	Finanční analýza.....	53
3.4.1	Absolutní ukazatele	54
3.4.1.1	Horizontální analýza.....	54
3.4.1.2	Vertikální analýza.....	55
3.4.2	Poměrové ukazatele.....	55
3.4.2.1	Ukazatele rentability.....	55
3.4.2.2	Ukazatele likvidity	58
3.4.2.3	Ukazatele zadluženosti	60
3.4.3	Rozdílové ukazatele	61
3.4.3.1	Čistý pracovní kapitál.....	61
4	Vlastní práce	63
4.1	Charakteristika podniku	63
4.2	Finanční analýza.....	66
4.2.1	Absolutní ukazatele	67
4.2.1.1	Vertikální analýza.....	67
4.2.1.2	Horizontální analýza.....	72
4.2.2	Poměrové ukazatele.....	73
4.2.2.1	Ukazatele rentability.....	74
4.2.2.2	Ukazatele zadluženosti	76

4.2.2.3	Ukazatele likvidity.....	81
4.2.3	Čistý pracovní kapitál.....	85
4.3	Analýza kapitálové struktury.....	86
4.3.1	Finanční páka.....	86
4.3.2	Bilanční pravidla	87
4.3.3	Náklady na kapitál	89
4.3.3.1	Náklady na cizí kapitál	89
4.3.3.2	Náklady na vlastní kapitál	90
4.3.3.3	Průměrné náklady kapitálu (WACC)	96
4.4	Optimalizace kapitálové struktury.....	98
4.4.1	Modelace „U“ – křivky.....	98
5	Zhodnocení výsledků a doporučení.....	103
6	Závěr	109
7	Seznam použitých zdrojů	111
8	Přílohy.....	117

Seznam tabulek

Tabulka 1 Působení finanční páky	26
Tabulka 2 Determinanty kapitálové struktury	37
Tabulka 3 Očekávaný dopad základních proměn vycházející z empirických průzkumu	53
Tabulka 4 Definování skupin zisku	56
Tabulka 5 Grafické znázornění samostatných skupin zisku	56
Tabulka 6 Základní informace o společnosti Energy Benefit Centre a.s.	64
Tabulka 7 Základní ukazatele podniku Energy Benefit Centre a.s. za období let 2013 – 2020	65
Tabulka 8 Horizontální analýza pasiv podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	72
Tabulka 9 Koeficient celkové zadluženosti v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	77
Tabulka 10 Koeficient samofinancování v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	79
Tabulka 11 Koeficient zadluženosti VK v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	80
Tabulka 12 Úrokové krytí v podniku za období let 2013 – 2020	81
Tabulka 13 Hodnoty okamžité likvidity v podniku a odvětví za období let 2013 – 2020	82
Tabulka 14 Hodnoty pohotové likvidity v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	83
Tabulka 15 Hodnoty běžné likvidity v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	84
Tabulka 16 Výpočet finanční páky podniku. EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	86
Tabulka 17 Působení finanční páky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	87
Tabulka 18 Index finanční páky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020.....	87
Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	88
Tabulka 20 Pravidlo vyrovnaní rizika v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	88

Tabulka 21 Pari pravidlo v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	89
Tabulka 22 Výpočet nákladů na cizí kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020.....	90
Tabulka 23 Bezriziková sazba státních dluhopisů za období let 2013 – 2019.....	91
Tabulka 24 Stanovení rizikové přírážky za finanční stabilitu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	92
Tabulka 25 Stanovení rizikové přírážky za velikost podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	92
Tabulka 26 Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019	93
Tabulka 27 Stanovení rizikové přírážky za finanční strukturu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	94
Tabulka 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	95
Tabulka 29 Úrokový daňový štít podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019	97
Tabulka 30 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	97
Tabulka 31 Vstupní data pro modelaci U-křivky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019.....	100
Tabulka 32 Výpočet WACC v % při dané míře zadlužení podniku EBC, a.s.	100

Seznam grafů

Graf 1 Optimální kapitálová struktura	25
Graf 2 Grafické vyjádření tvrzení modelu MM I.....	30
Graf 3 Grafické vyjádření tvrzení MM II.....	31
Graf 4 Grafické vyjádření tvrzení MM III	32
Graf 5 Grafické vyjádření optimální kapitálové struktury u klasické teorie.....	34
Graf 6 Vývoj položek pasiv podniku EBC, a.s. v % z celkových pasiv za období let 2013 – 2020.....	68
Graf 7 Podíl vybraných položek vlastního kapitálu podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020.....	69

Graf 8 Podíl vybraných položek cizího kapitálu podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020	69
Graf 9 Podíl vybraných položek krátkodobých závazků podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020	70
Graf 10 Srovnání poměru cizích zdrojů na celkových pasivech v % v odvětví a podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020.....	71
Graf 11 Srovnání poměru vlastního kapitálu na celkových pasivech v % v odvětví a podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020.....	72
Graf 12 Rentabilita vlastního kapitálu v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	74
Graf 13 Rentabilita aktiv v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	75
Graf 14 Koeficient celkové zadluženosti v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	78
Graf 15 Koeficient samofinancování v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	79
Graf 16 Koeficient zadluženosti VK v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	80
Graf 17 Okamžitá likvidita podniku ve srovnání s odvětvím za období 2013 – 2020	82
Graf 18 Pohotová likvidita v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	83
Graf 19 Běžná likvidita v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020	84
Graf 20 Čistý pracovní kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020	85
Graf 21 Náklady na vlastní kapitál za období let 2013 – 2019.....	96
Graf 22 Průměrné vážené náklady kapitálu odvětví a podniku za období let 2013 – 2019	98
Graf 23 “U“-křivka společnosti EBC, a.s. při 0% – 90% míře zadlužení	101
Graf 24 “U“-křivka společnosti EBC, a.s. při 58 % – 67 % míře zadlužení	101

Seznam schémat

Schéma 1 Kapitálová struktura podniku, jak jí definuje rozvaha	19
Schéma 2 Členění základních teorií kapitálové struktury.....	28
Schéma 3 Čistý pracovní kapitál.....	62

Seznam obrázků

Obrázek 1 Znázornění finanční tísně	49
---	----

1 Úvod

Problémem nalezení optimální kapitálové struktury pro podnik se průběžně zabývají mnozí ekonomové. Existuje řada metod, které lze použít pro stanovení optimální struktury dlouhodobých zdrojů financování společnosti.

Řízení kapitálové struktury spočívá ve vytvoření takového poměru vlastního a zapůjčeného kapitálu, při kterém se minimalizují finanční náklady na vypůjčené zdroje a zároveň se tržní hodnota společnosti stává maximální.

Kapitálová struktura je jedním z klíčových ukazatelů výkonnosti společnosti. Problematika výběru kapitálové struktury společnosti je aktuální pro manažery a vlastníky, kteří mají zájem o zvýšení hodnoty své společnosti, protože právě poměr vlastního a cizího kapitálu je jedním z hlavních indikátorů stability společnosti a dává signál externím účastníkům trhu – potenciálním investorům a věřitelům. Každá společnost však vyžaduje individuální přístup v závislosti na svém oborovém zaměření a fázi vývoje.

V procesu vývoje nebo expanze potřebuje společnost investice, které lze přilákat prostřednictvím půjčky nebo příspěvků jednatelů. Každý ze zdrojů financování má své výhody a nevýhody. Nehledě na zjevné výhody cizích prostředků je společnost v jejich použití omezená. V případě vlastních zdrojů je situace opačná: skutečné náklady na jejich získání jsou vždy vyšší, ale rizika bankrotu jsou mnohem nižší. V návaznosti na vše výše uvedené, úkolem podniku je současně minimalizovat skutečné náklady na získávání finančních prostředků a minimalizovat rizika bankrotu.

Aktuálnost zkoumaného tématu vyplývá ze skutečnosti, že podmínky pro úspěšné fungování podniku v dnešní době vyžadují objektivní a úplné posouzení finanční situace podniku a optimalizace kapitálové struktury je základním tématem, které se zvažuje při řízení podniku.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem této diplomové práce je provedení analýzy kapitálové struktury vybraného podniku, kterým je Energy Benefit Centre a.s. a vytvoření návrhů ohledně jeho optimalizace. Hlavní cíl práce bude dosažen prostřednictvím dílčích cílů jako:

- Definování nejpodstatnějších pojmů kapitálové struktury včetně existujících teorií optimální kapitálové struktury
- Aplikace vybraných metod na společnost
- Stanovení optimální kapitálové struktury pomocí „U“ – křivky, shrnutí výsledků a návrhy k dosažení optimální kapitálové struktury.

2.2 Metodika

Práce je rozdělena do dvou hlavních částí. První část je teoretická, tato část je věnována uvedení do problematiky kapitálové struktury, její definici a definici pojmů které se jí týkají, a to vše na základě odborné literatury. V rámci pojmů, které patří do této problematiky a které jsou vymezeny v první části jsou vlastní a cizí kapitál a jejich výhody i nevýhody jako zdrojů financování podniku. Další kapitola se zabývá charakteristikou optimální kapitálové struktury z hlediska bilančních pravidel a vybraných teorií kapitálové struktury a z nich plynoucích možností optimalizace. V rámci faktorů, které mají vliv na kapitálovou strukturu, je kladen důraz na identifikaci jednotlivých druhů nákladů kapitálu – vážených průměrných nákladů kapitálu, nákladů cizího kapitálu, nákladů vlastního kapitálu a nákladů finanční tísně. V závěru teoretické části jsou vymezeny vybrané ukazatele finanční analýzy, což jsou absolutní a poměrové ukazatele, které v praktické části jsou použity k hodnocení finančního zdraví vybrané společnosti.

Druhá část, část analytická neboli praktická, vychází z teoretických poznatků získaných z odborných publikací (z první části práce) a přenáší je do praxe. Tato část je zaměřena na analýzu kapitálové struktury společnosti Energy Benefit Centre a.s. v období mezi léty 2013–2020. Zdrojem dat jsou zejména účetní výkazy společnosti. Výpočty a kalkulace jsou prováděny za pomoci softwaru Microsoft Office – Excel.

Na začátku je charakterizován vybraný podnik a jsou představeny základní informace o něm. Dále je provedena finanční analýza, prostřednictvím absolutních a poměrových ukazatelů. U absolutních ukazatelů je znázorněna vertikální a horizontální analýza pasiv (dle

vzorců č. 14 a 12, 13), která sleduje vývoj položek pasiv za analyzované období. Pomocí analýzy poměrových ukazatelů je zhodnocena rentabilita (dle vzorců č. 15 a 16), likvidita (dle vzorců č. 18, 19, 20) a zadluženost (vzorce č. 21, 22) podniku s důrazem na kapitálovou strukturu. Nechybí také porovnávání výsledných hodnot s odvětvím Architektonických a inženýrských činností a souvisejících technických poradenství, kam je zařazena hlavní činnost podniku podle Českého statistického úřadu. Praktická část se také věnuje ukazateli finanční páky (dle vzorce č. 2) a čistého pracovního kapitálu (vzorec č. 24).

V další části jsou analyzovány a vypočteny náklady na cizí i vlastní kapitál společnosti Energy Benefit Centre a.s. Náklady na vlastní kapitál jsou stanoveny podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu (dle vzorce č. 7). Na základě těchto výpočtů jsou stanoveny průměrné náklady na kapitál (vzorec č. 3). Potom je navrhována optimalizace kapitálové struktury vybrané společnosti s ohledem na získané výsledky. Pro určení optimálního zadlužení společnosti je vytvořena „U“ – křivka, která vychází z klasické teorie optimální kapitálové struktury. Náklady na vlastní kapitál pro její vytvoření jsou vypočteny pomocí modelu CAPM (dle vzorců č. 4 a 5). Klasická teorie říká, že za optimální kapitálovou strukturu představuje takové složení kapitálu firmy, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální.

V závěru této diplomové práce jsou shrnuty nejdůležitější výsledky ze samostatných analýz a na jejich základě vypracovány doporučení a navržena optimální kapitálová struktura pro podnik Energy Benefit Centre a.s.

3 Teoretická východiska

3.1 Kapitál a jeho struktura

Potenciál podnikatelské činnosti a jejího dalšího rozvoje může být naplněn pouze v případě, že vlastník rozumně zachází a řídí prostředky, které jsou investovány do podniku. Celkový objem finančních prostředků společnosti lze shrnout do pojmu „kapitál“. Kapitál hraje rozhodující roli při formování dalších aktivit společnosti (Vinogradskaya, 2011). Proto je třeba tomuto tématu věnovat obzvlášť pozornost.

Kapitál je jednou ze základních ekonomických kategorií, jeho podstatu se snaží lidstvo popsat už dlouhá léta. Tento termín má původ z latinského slova „capitalis“, což znamená základní nebo hlavní. V minulosti bylo na kapitál pohlíženo jako na základní majetek a bohatství (Blank, 2003).

S vývojem ekonomického oboru se na kapitál dalo pohlížet už nejenom jako na něco abstraktního a obecného, ale pojem získal svůj konkrétní obsah. V průběhu hospodářské činnosti probíhá stálý koloběh kapitálu, kde se mění jeho peněžní forma na materiální v podobě zboží a dalších produktů. A nakonec se kapitál stává opět peněžními prostředky připravenými k dalšímu koloběhu, sloužícími jako základ do další výroby pro dosažení budoucího zisku (Kovalev, 2014).

Kapitál jsou prostředky, kterými hospodářský subjekt disponuje pro provozování své činnosti za účelem zisku. Nabývá různých podob a významů. Jsou jím věcné statky, peníze, výrobní prostředky, cenné papíry, ale i licence a patenty, které přinášejí svému vlastníkovvi zisk ve formě úroků, podílu na zisku, dividend apod. (Lobačevová, 2018).

Velikost kapitálu podniku záleží podle Synka (2011) na:

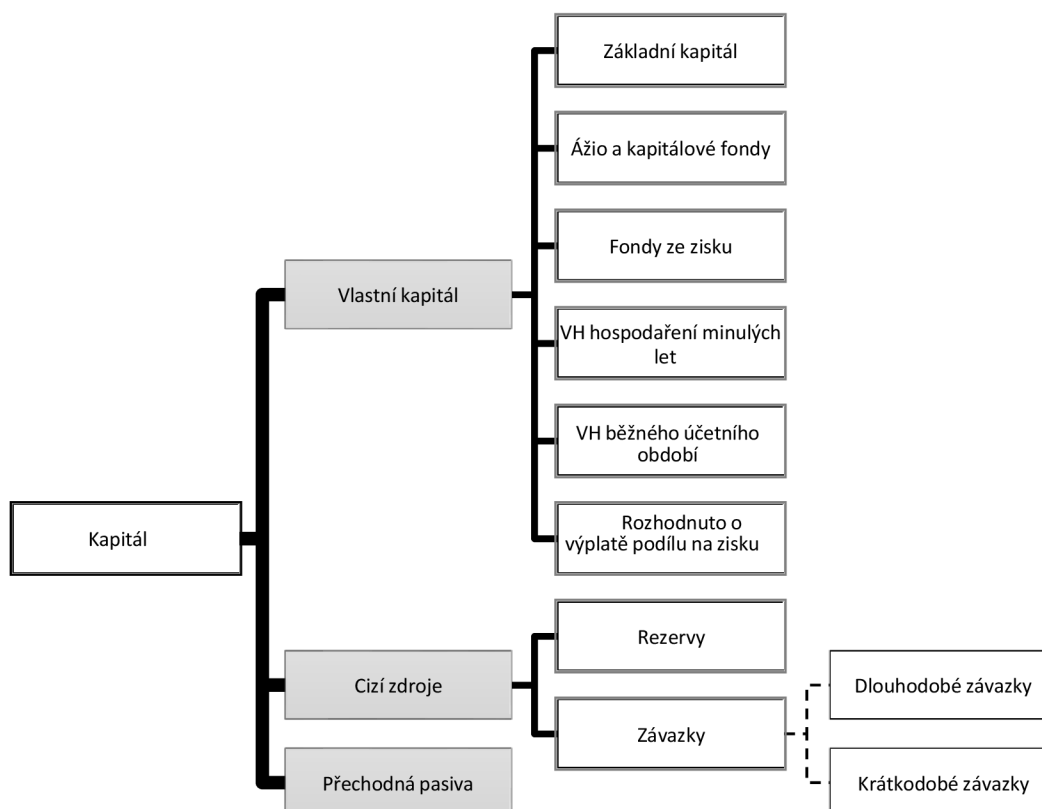
- velikosti podniku (platí, čím větší podnik, tím větší kapitál požaduje),
- rychlosti obratu kapitálu (čím rychlejší obrat, tím menší kapitál),
- stupni automatizace, mechanizace a robotizace podniku (čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál),
- organizaci odbytu (firma s vlastní prodejní sítí, požaduje vyšší kapitál než prodej přes obchodní firmy).

Pojmem kapitálová struktura podniku se rozumí struktura zdrojů, ze kterých vzniká majetek podniku. Může se jednat buď o zdroje vložené zakladateli, skupinou podnikatelů,

tzv. vlastní kapitál, nebo o zdroje vložené věřiteli podniku – tzv. cizí kapitál (Sedláček, 2011). Kapitálovou strukturu zachycuje část rozvahy označována jako pasiva.

Na schématu č. 1 je znázorněno rozdělení kapitálové struktury podniku podle pasiv v rozvaze.

Schéma 1 Kapitálová struktura podniku, jak ji definuje rozvaha



Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové, 2019

Pro účely diplomové práce v následující kapitole budou podrobněji definovány tyto finanční zdroje.

3.1.1 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je základem podnikání, tím co zakladatel do společnosti vložil na začátku jeho činnosti. Jeho velikost se může změnit dle výsledků hospodaření účetní jednotky v určitém období (Martinovičová, Konečný a Vavřina, 2014). Může být navýšen například z toho důvodu, že společnost má zisk a majitel jej nepoužívá pro sebe, ale ponechává si jej ve firmě pro její další rozvoj (Scholleová, 2017). Podíl vlastních zdrojů na celkových zdrojích je indikátorem finanční jistoty (finanční nezávislosti) společnosti (Synek, 2011).

Celková výše vlastního kapitálu se odráží jako součet všech položek v části “pasiv” v rozvaze pod označením „A“. Struktura této části umožňuje přesně identifikovat původní investiční část (objem finančních prostředků investovaných vlastníky podniku do procesu jeho založení) a jeho kumulovanou část v procesu zprostředkování efektivní hospodářské činnosti (Kovalev, 2014).

Do vlastního kapitálu, podle struktury výkazu rozvaha, patří:

- základní kapitál,
- ážio a kapitálové fondy,
- fondy ze zisku,
- výsledek hospodaření minulých let,
- výsledek hospodaření běžného účetního období,
- rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (Růčková, 2019).

Základní kapitál

Základní kapitál – je základní položkou. Vytváří se dle obchodního zákoníku a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku a záleží na vybrané právní formě organizace (Růčková, 2019). Jeho výše je uvedena v zákoně o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. ve znění pozdějších předpisů.

Minimální, zákonem předepsaná výše základního kapitálu společnosti s ručením omezeným je 1 Kč. Výše vkladu, tedy základního kapitálu v akciové společnosti, je předepsaná na 2 000 000 Kč. Pokud je účetnictví akciové společnosti vedené v eurech, musí základní kapitál dosahovat výše 80 000 EUR (Zákon č. 90/2012 Sb., 2012).

V průběhu fungování společnosti je možné zvýšení základního kapitálu. První způsob zvýšení základního kapitálu je *efektivní* způsob. Jedná se o zvýšení kapitálu pomocí dalších vkladů stávajících nebo nových akcionářů. Druhý způsob, jak zvýšit základní kapitál, je *deklaratorní*, kdy se základní kapitál zvyšuje převodem z existujících komponentů vlastního kapitálu, např. z nerozděleného zisku (Synek, 2011).

Ážio a kapitálové fondy

Následující položku ve vlastním kapitálu tvoří ážio a kapitálové fondy.

Ážio to je vlastní kapitál, který firma získala jiným způsobem, než důsledkem své vlastní podnikatelské aktivity. Původ je externí, ale nejedná se o cizí kapitál. Nastává v situaci, kdy se zvyšuje základní kapitál vydáváním nových akcií u a.s., nebo nových vkladů

do s.r.o. U a.s. se jedná o tzv. emisní ážio. Akcie mají určitou nominální hodnotu, kurz, za který akcie vydávají, se nazývá emisní kurz a tento rozdíl mezi nimi je to emisní ážio. U s.r.o. se jedná o tzv. vkladové ážio – rozdíl mezi cenou nepeněžitého vkladu společníka určenou znaleckým posudkem a výší upsaného vkladu společníka. Položku kapitálové fondy tvoří za prvé, ostatní kapitálové fondy (nepeněžitě a peněžitě vklady společníků nezvyšujících základní kapitál společnosti) a za druhé, fondy z přecenění (jsou vykazovány jako oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazku) a při přeměnách (Rozdíly z přeměn obchodních korporací) (Pevná, 2017).

Fondy ze zisku

Fondy ze zisku jsou položky zvyšující vlastní kapitál, ale neovlivňující základní kapitál. V praxi obchodních korporací patří mezi nejčastěji tvořené fondy rezervní fond a různé druhy sociálních fondů. Rezervní fond slouží jako vlastní zdroj ke krytí budoucích ztrát obchodní korporace. Od roku 2014 jeho tvorbu nenařizuje zákon. Povinná je pouze tehdy, stanoví-li tak společenská smlouva. Tvorba, účel a podmínky použití statutárních a ostatní fondů vyplývají ze společenské smlouvy (statutární fondy), případně z rozhodnutí valné hromady (ostatní fondy) (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Výsledek hospodaření minulých let

Výsledek hospodaření minulých let, kterým může být buď zisk nebo ztráta. Výsledkem hospodaření minulých let jsou zdroje vytvořené v minulých letech po zdanění. Tyto prostředky však nebyly rozděleny/uhrazeny nebo převedeny do fondů a zůstávají dál k použití dle rozhodnutí vlastníka (Vochozka a Mulač, 2012).

Výsledek hospodaření běžného účetního období

Výsledek hospodaření běžného účetního období je určitým výsledkem (ziskovým nebo ztrátovým) konkrétního hospodaření účetní jednotky. Tento výsledek je zdaněn, ale k jeho rozdělení ještě nedošlo. Je představován rozdílem dosažených výnosů a vynaložených nákladů, je součástí rozvahy a výkazu zisku a ztráty (Váchal, 2013).

Rozhodnuto o zálohách na výplatě podílu zisku

Zálohy na podíly na zisku upravuje zákon o obchodních korporacích. Zálohy na podíly na zisku se mohou vyplatit výhradně na základě mezitímní účetní závěrky, ze které

vyplyne, že společnost má dostatek zdrojů na rozdělení zisku. I zde je třeba provést bilanční test na rozdělení zdrojů, který shodně jako u výplat podílů na zisku požaduje zajistit, že „součet záloh na podíl na zisku nemůže být vyšší, než kolik činí součet výsledku hospodaření běžného účetního období, výsledku hospodaření minulých let a ostatních fondů tvořených ze zisku, které může obchodní korporace použít podle svého uvážení, snížený o příděly do rezervních a jiných fondů v souladu se zákonem a společenskou smlouvou“ (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

3.1.2 Cizí kapitál

Cizí kapitál představuje určitý dluh podniku, který by podnik měl v určitém časovém horizontu uhradit. Z faktu, že podnik tyto prostředky půjčuje u třetí strany (např. banky), vyplývá povinnost platit za ně úroky a jiné poplatky, spojené se získáním tohoto zapůjčeného kapitálu. Úkolem cizích zdrojů je financovat (současně s vlastními zdroji) běžný provoz podniku (Růčková, 2019).

Dle doby splatnosti lze cizí kapitál rozdělit na **dlouhodobý** a **krátkodobý**. Dlouhodobé závazky představují závazky společnosti, které jsou splatné nejdříve po uplynutí doby jednoho roku. Tím pádem krátkodobé závazky musí být splaceny do 12 měsíců (Vochozka a Mulač, 2012).

Do cizího kapitálu, podle struktury výkazu rozvaha, patří:

- rezervy,
- závazky, které se také dělí na:
 - dlouhodobé závazky,
 - krátkodobé závazky.

Rezervy

Rezerva je svého druhu nástroj, který slouží k naplnění základní zásady opatrnosti, a to z důvodu potenciálních rizik a ztrát v budoucnu. Rezervní kapitál umožní vyřešit aktuální materiální problémy podniku, zajistit stabilní provoz v krizových obdobích. Rezervy jsou vždy tvořeny na konkrétně vymezený účel (Grünwald a Holečková, 2007).

Rezervami se pokrývá riziko podnikání a tvoří se vždy na vrub nákladů tzn. snižují výsledek hospodaření (Vochozka a Mulač, 2012). Společnost může tvořit rezervy podle zvláštních právních předpisů: rezervu na důchody a podobné závazky, rezervu na daň z příjmů a ostatní rezervy (Váchal, 2013).

Dlouhodobé závazky

Jak již bylo zmíněno výše, do dlouhodobých závazků patří závazky, které byly poskytnuté firmě na dobu delší než jeden rok. Do dlouhodobých závazků zahrnuje: závazky k úvěrovým institucím, dlouhodobé zálohy od odběratelů, emitované dluhopisy, dlouhodobé směnky k úhradě (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Krátkodobé závazky

Krátkodobé závazky jsou závazky společnosti, které musí být uhrazené během jednoho roku. Do krátkodobých závazků se zahrnuje: krátkodobé závazky k úvěrovým institucím, zálohy přijaté od odběratelů, částky dosud nevyplacených mezd a platů (závazky k zaměstnancům), nezaplacené pojištění a daně a ostatní závazky vůči zaměstnancům a společníkům (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

3.1.3 Výhody a nevýhody vlastního a cizího kapitálu

Vlastní kapitál se vyznačuje následujícími hlavními *pozitivními* rysy:

1. Dostupností, protože rozhodnutí týkající se navýšení vlastního kapitálu (zejména z interních zdrojů) jsou přijímána vlastníky a manažery podniku bez nutnosti udělení souhlasu jiných ekonomických subjektů (např. banky).
2. Vyšší schopnost generovat zisky ve všech oblastech činnosti, protože je zřejmé, že při používání vlastního kapitálu se nemusí platit úroky z úvěru v jakýchkoli formách.
3. Zajištění finanční stability rozvoje podniku, jeho dlouhodobé solventnosti, a tím pádem i snížení rizika bankrotu (Artuhov, 2012).
4. Možnost financování rizikovějších investic, kde je těžké sehnat cizí zdroje (Kovalev, 2014).

Zároveň má následující *nevýhody*:

1. Omezený objem a tedy i možnost významného rozšíření provozních a investičních činností podniku během období příznivých tržních podmínek v určitých fázích jeho životního cyklu a chybějící možnost použít prostředky na jiný (i výnosnější) účel.
2. Vysoké náklady ve srovnání s alternativními zapůjčenými zdroji tvorby kapitálu (Kovalev, 2014).

Podnik využívající pouze svůj vlastní kapitál má tedy nejvyšší finanční stabilitu (jeho koeficient autonomie je roven jedničce), ale omezuje tempo jeho rozvoje (protože nemůže zajistit tvorbu požadovaného dodatečného objemu aktiv během období příznivého trhu) a

nevyužívá finanční příležitosti ke zvýšení návratnosti investovaného kapitálu (Artuhov, 2012).

Cizí kapitál se vyznačuje následujícími *pozitivními* rysy:

1. Cizí kapitál umožňuje podnikateli založit podnik, i když podnikatel volně nenakládá s dostatečně velkým vlastním kapitálem pro založení společnosti.
2. Lze jej využít i v případě, že podnikatel přechodně volně nenakládá potřebným kapitálem v době, kdy ho maximálně potřebuje.
3. Při využití kapitálu cizího nevznikají jeho poskytovateli žádná práva v přímém řízení, jak by to bylo v situace při přibírání nových společníků.
4. Cizí kapitál je většinou levnější než vlastní kapitál a tím zvyšuje rentabilitu podniku.
5. V případě cizího kapitálu působí daňový efekt (štit) - úroky z cizího kapitálu jako součást nákladů snižují zisk, ze kterého se platí daň (to platí pouze pokud podnik dosahuje zisku) (Synek, 2011).

Současně má použití cizího kapitálu následující *nevýhody*:

1. Využití cizího kapitálu způsobuje navýšení zadluženosti podniku a rovněž snižuje jeho finanční stabilitu (při velkém rozsahu dluhů, roste nebezpečí bankrotu společnosti).
2. Každý následující dluh je dražší a je těžší jej získat, protože eventuální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace vysoce zadlužené společnosti.
3. Vysoký podíl cizího kapitálu ve společnosti redukuje jednání managementu, protože své řešení musí přizpůsobovat věřitelům (Synek, 2011).
4. Vzhledem k tomu, že poskytování cizích zdrojů do značné míry závisí na rozhodnutí externích věřitelů, může se tento proces schvalování a získávání půjček a úvěrů protáhnout. To je zvláště patrné při získávání dlouhodobých investic nebo velkého objemu financování (Artuhov, 2012).

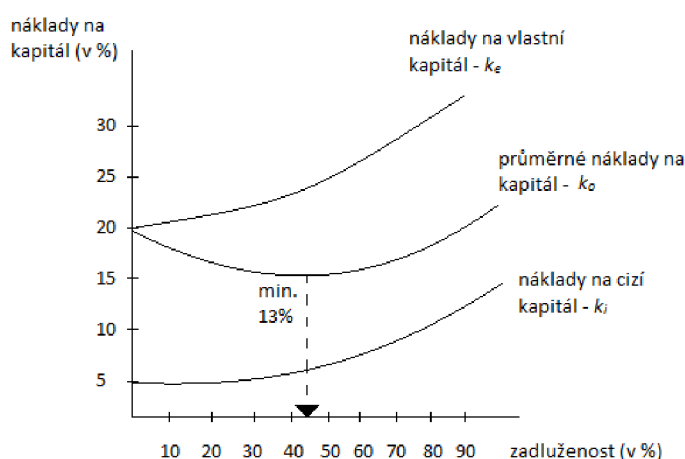
3.2 Optimalizace kapitálové struktury

Výběr optimální kapitálové struktury je jeden z nejzávažnějších problémů finančního řízení. Struktura kapitálu má totiž přímý dopad na finanční výsledky podniku a určuje mnoho aspektů jeho činnosti. Řízení kapitálové struktury spočívá ve vytvoření smíšené struktury, což je optimální poměr vlastních a cizích zdrojů, který minimalizuje průměrné náklady na kapitál a maximalizuje tržní hodnotu vybrané společnosti (Čížinská a Marinič, 2010).

Na základě výše uvedeného vyplývá, že optimalizace kapitálové struktury (capital structure optimization) je výpočet takového poměru vlastních a cizích zdrojů, který maximalizuje tržní hodnotu podniku, poskytuje optimální poměry mezi úrovní finanční stability a úrovní rentability vlastního kapitálu (Vahrušina, 2007). Je třeba poznamenat, že úspěch implementace finanční strategie závisí na tom, jak je optimalizována kapitálová struktura jako celek. Od výše nákladů na cizí a vlastní kapitál závisí jejich optimální poměr těchto zdrojů. Při formování optimální kapitálové struktury je třeba vzít v úvahu, že neexistují univerzální přístupy a kritéria. Pro každý podnik je nutné vyvinout individuální přístup a nezapomenout na specifika podnikatelského sektoru, fázi vývoje společnosti (Fotr a kol., 2012).

Každé vedení společností se musí snažit o dosažení a udržení optimální kapitálové struktury. Takovou strukturu ukazuje graf. č. 1.

Graf 1 Optimální kapitálová struktura



Zdroj: vlastní zpracování dle Synka, 2011

Optimální kapitálovou strukturu je možné posuzovat pomocí finanční páky, bilančních pravidel, teorií optimální kapitálové struktury, determinanty kapitálové struktury – konkrétně nákladů kapitálu a také pomocí jednotlivých ukazatelů finanční analýzy.

3.2.1 Finanční páka

Páka je jednoduchý nástroj, který pomáhá zvednout těžké předměty menší silou, a podobně funguje i v podnikání. I zde existuje možnost jak za určitých podmínek pozvednout rentabilitu vlastního kapitálu tím, že bude použit cizí kapitál pro financování podniku –

tomuto efektu se říká finanční páka (Scholleová, 2017). Nejdřív je potřeba popsat rentabilitu vlastního kapitálu, aby bylo možné demonstrovat její efekt.

Rentabilita vlastního kapitálu neboli ROE uvádí, kolik vydělala každá jednotka použitého vlastního kapitálu ve formě čistého zisku (EAT) (Scholleová, 2017). Jedná se o níže uvedený vzorec č. 1 (více o ukazatelích rentability je v subkapitola 3.4.2.1).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (1)$$

kde:

EAT – výsledek hospodaření za běžné účetní období.

ROE se většinou uvádí v % a podle vzorce je jasné, že stoupá když roste zisk a opačně klesá s množstvím vlastního kapitálu (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Finanční analýza se zde tedy zaměřuje na zhodnocení, jaký poměr mezi cizím a vlastním kapitálem je ten správný. Pro určení optimálního dluhu z pohledu majitele (jestli je výhodné zvednout podíl cizího kapitálu) je aplikováno kritérium, které tvrdí, že využít cizí zdroje má smysl, pokud se zvyšuje rentabilita vlastního kapitálu (ROE). To znamená že když je organizace schopná zhodnotit cizí kapitál více, než kolik za něj zaplatí ve formě úroku. Je možné konstatovat, že splňuje kritérium ve tvaru: podíl EBIT/A > než úroková sazba (tzv. pozitivní efekt finanční páky). Dokud toto platí, použití cizích zdrojů zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu a je prospěšné cizí zdroje využít (Vochozka 2011, Scholleová 2017). Působení finanční páky je vysvětleno v tabulce č. 1.

Tabulka 1 Působení finanční páky

$ROA > r_d$	finanční páka působí pozitivně
$ROA = r_d$	finanční páka nepůsobí
$ROA < r_d$	finanční páka působí negativně – zvýšením cizího kapitálu klesá výnosnost vlastního kapitálu (ROE)

Zdroj: vlastní zpracování dle Scholleové, 2017

Možnost většího využití efektu finanční páky demonstruje i index finanční páky, který se rovná poměru rentability vlastního kapitálu (ROE) k rentabilitě celkového kapitálu (ROA).

$$\text{Index finanční páky} = \frac{ROE}{ROA} \geq 1 \quad (2)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Grünwalda a Holečkové, 2007

Pokud je index finanční páky ≥ 1 , je to znamení, že je pro společnost výhodné používat cizí zdroje, finanční páka působí pozitivně a zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) (Vochozka, 2011).

3.2.2 Bilanční pravidla

Zlatá bilanční pravidla jsou prezentována jako doporučení, kterými by se vedení mělo řídit při financování společnosti, aby dosáhlo dlouhodobé finanční rovnováhy a stability. Jsou příhodným doplňkem pro horizontální a vertikální analýzu (Kislingerová, 2001).

Zlaté pravidlo financování (*Dlouhodobý majetek \leq Vlastní kapitál + Dlouhodobý cizí kapitál*)

Za účelem kontroly a optimalizace plánování a rozdělování peněžních prostředků platí „zlaté pravidlo financování“, které spočívá ve sladování časového horizontu částí aktiv s časovým horizontem pasiv. Jinými slovy, obecně přijímaná pravidla „zlatého financování“ jsou taková pravidla sestavování rozvahy, podle nichž dlouhodobý majetek podniku by měl být kryt dlouhodobými zdroji, vlastním kapitálem nebo dlouhodobými cizími zdroji a krátkodobý majetek krátkodobými zdroji, včetně krátkodobého vypůjčeného kapitálu (Vochozka a Mulač, 2012).

Zlaté pravidlo vyrovnání rizika (*Vlastní zdroje \geq Cizí zdroje financování*)

Pravidlo říká, že vlastní zdroje by měly být větší, než cizí zdroje, pokud by to bylo možné, v krajním případě se mají sobě rovnat, a to bez ohledu na časovou souvislost (Scholleová, 2017).

Zlaté pari pravidlo (*Dlouhodobý majetek \leq Vlastní kapitál*)

Pari pravidlo kontroluje vztah dlouhodobých aktiv a vlastního kapitálu a vyžaduje, aby stálá aktiva byla plně kryta vlastním kapitálem. Tento princip se zpravidla nedodrhuje kvůli nemožnosti využít výhod cizího kapitálu (Kislingerová, 2001).

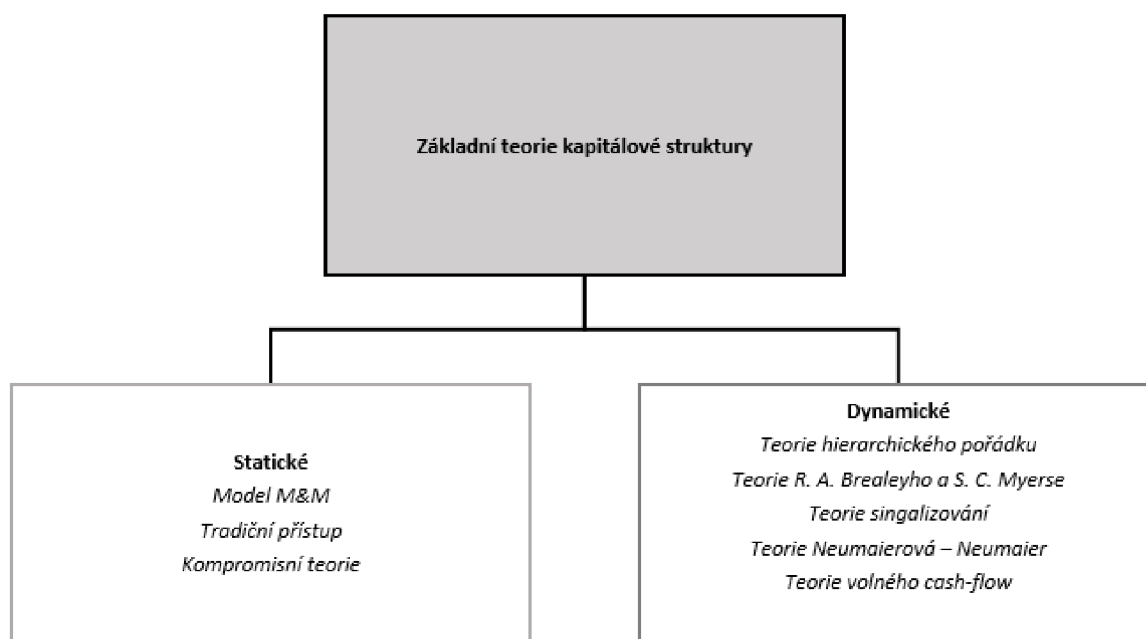
Zlaté poměrové pravidlo (*Tempo růstu tržeb > Tempo růstu investic*)

Zlaté poměrové pravidlo neboli růstové pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic nepřekročilo tempo růstu tržeb. V opačném případě může být negativně ovlivněna stabilita společnosti (Vochozka a Mulač, 2012).

3.2.3 Teorie kapitálové struktury

Dosud nevyřešeným problémem v oblasti teorie a praxe podnikových financí po mnoho let zůstává problém nalezení a zdůvodnění optimální struktury kapitálu organizace. V teorii finančního řízení existuje řada teoretických koncepcí, které odrážejí různé přístupy k optimalizaci kapitálové struktury (Kovalev, 2009). Tyto teorie kapitálové struktury schematicky znázorňuje schéma č. 2.

Schéma 2 Členění základních teorií kapitálové struktury



Zdroj: vlastní zpracování dle Kislengerové, 2010

Tato kapitola je věnována popisu vybraných teorií kapitálové struktury.

3.2.3.1 Statické teorie

Statické teorie původně vychází z obecné ekonomické teorie, která je potom aplikovaná na určitý problém a až následně doplněna empirickým bádáním faktického chování firem. Mezi statické teorie patří model **MM** (Franca Modiglianiho a Mertona Millera), **tradiční přístup** a **kompromisní teorie** (Trade-off Model). Přes rozdílné závěry

se tyto teorie shodují v hledání existence objektivního rovnovážného cílového stavu podniku (odtud statické teorie) z hlediska vztahu mezi jeho tržní hodnotou a vybranou kapitálovou strukturou, lze-li tento stav dosáhnout v jednotlivých odvětvích a jakými konkrétními finančními rozhodnutími k němu docílit (Kislingerová, 2010).

3.2.3.1.1 Model MM

Američtí vědci F. Modigliani a M. Miller jsou považováni za zakladatele teorie kapitálové struktury. Výsledky jejich výzkumu jsou základem mnoha ustanovení moderní finanční vědy, za jejichž rozvoj jim byla udělena Nobelova cena za ekonomii (Kovalev, 2009). Teorie Modigliani-Miller byla původně navržena v dokumentu z roku 1958, poté byla modifikována a upřesněna. Je to jeden z nejstarších a nejvýznamnějších modelů teorií optimalizace kapitálové struktury (Kislingerová, 2010).

Nejprve autoři vytvořili model dokonalého kapitálového trhu – teoretický model, který má určité předpoklady. To bylo uděláno za účelem, aby zvážili použití systému určitých předpokladů (které jsou neodmyslitelnou součástí dokonalého kapitálového trhu jako určité teoretické konstrukce) a identifikovali, jak kapitálová struktura souvisí s hodnotou firmy, zda ovlivňuje hodnotu firmy s použitím určité sady argumentů. To znamená, že poskytnutím určitých důkazů o ideálním prostředí bude jednodušší získat důležité závěry pro nedokonalé prostředí, tj. pro trh reálného kapitálu (Oskolkova, 2012).

Jak sám Merton Miller řekl o přístupech, které použili spolu s Francem Modigliani: „*Ukázáním toho, na čem nezáleží v tomto ideálním modelu, budeme ve své podstatě schopni okamžitě pochopit, dokázat a demonstrovat na čem bude záležet, kdy tento ideální model – model dokonalého kapitálového trhu, nebude existovat, když nebudeme schopni prosadit a vyvodit jakékoli závěry v rámci právě tak dokonalého ideálního modelu.*“ (Modigliani a Miller, 1958).

V odborné literatuře se vyskytují 2 či 3 základní varianty modelu MM, které se odlišují podle základních předpokladů. Dále jsou vyjmenovány předpoklady, na kterých jsou založeny modely MM podle Valacha (2010):

- existuje dokonalý kapitálový trh, kde neexistují transakční náklady;
- informace jsou dostupné všem investorům;
- všichni investoři si mohou půjčovat za stejný úrok;
- dluh je poskytován a přijímán bezrizikovou sazbou;
- neexistuje žádné zdanění zisků (u tvrzení MM1);

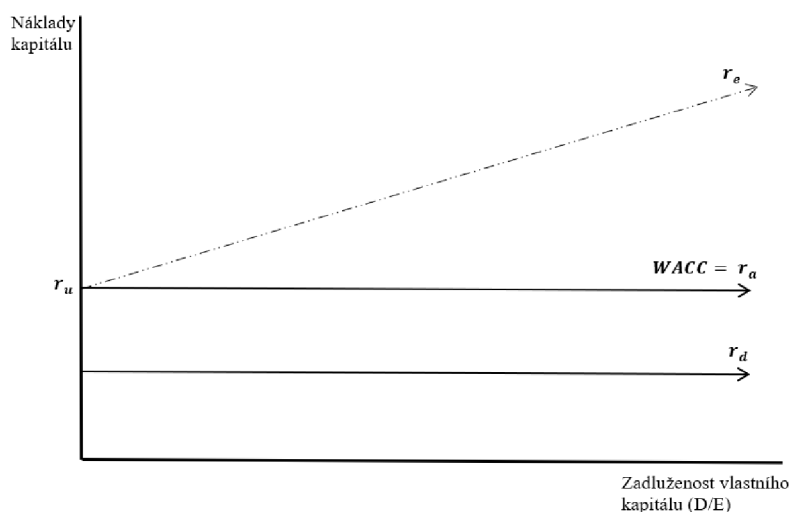
- neexistují žádné daně.

Na základě těchto předpokladů Modiglianiho s Millerem byla vytvořena následující tvrzení.

Tvrzení I

Tvrzení I říká, že tržní hodnota organizace je nezávislá na kapitálové struktuře, ale určena pouze jejím budoucím příjmem na akcii. To jest že za jinak stejných předpokladů je hodnota zadlužené společnosti právě stejná jako hodnota jejího nezadluženého partnera. Miller uváděl příklad dělení koláče, jehož velikost nelze změnit různými způsoby krájení (Vahrušina, 2007). Podle modelu MM I z roku 1958 zůstává celková suma finančních zdrojů totožná, proto průměrné vážené náklady kapitálu WACC zůstávají stejné. Když bude růst zadlužení firmy, náklady na tento dluh zůstávají stejné, stoupají jen náklady na vlastní kapitál (Valach, 2010). Graficky je to ukázáno na grafu č. 2.

Graf 2 Grafické vyjádření tvrzení modelu MM I



r_e – náklady vlastního kapitálu, $r_d(1 - t)$ – náklady cizího kapitálu zdaněné, r_u – náklady nezadlužené firmy, WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, D – cizí kapitál úročený, E – vlastní kapitál

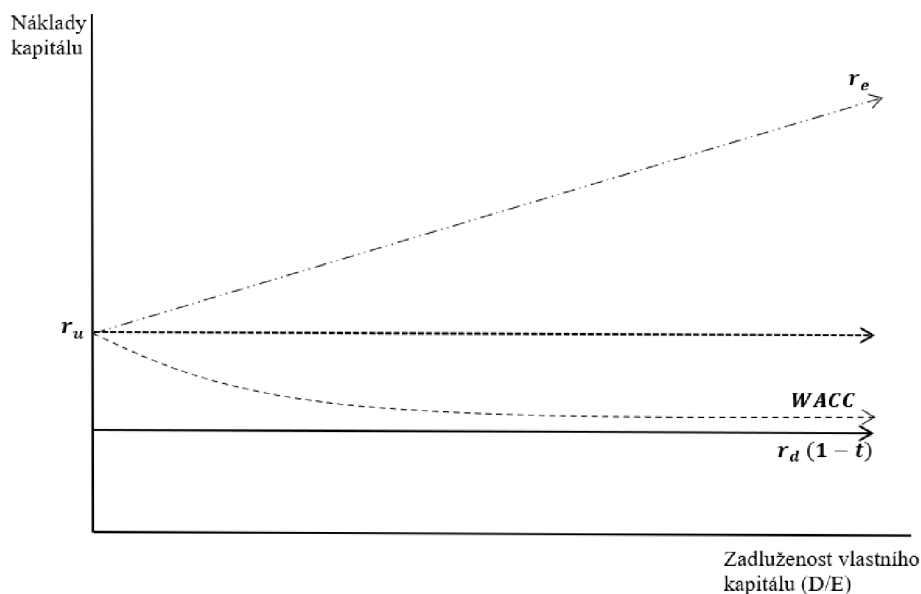
Zdroj: vlastní zpracování dle Dluhošové, 2010

Avšak řada finančních teoretiků i finanční praxe tvrzení MM I neuznala. To bylo odůvodněno faktem, že závěr o nezávislosti WACC nebere v úvahu dva důležité faktory: daň ze zisku a náklady finanční tísně. Po nějaké době sami autoři uznali daň ze zisku jako faktor, který ovlivňuje kapitálovou strukturu a původní tvrzení MM I modifikovali na tvrzení MM II (Valach, 2010).

Tvrzení II

Tvrzení II vychází z tvrzení I, založeno na identických předpokladech, jen s tím rozdílem, že byl odstraněn předpoklad neexistence zdanění v roce 1968 (Dluhošová, 2010). M. Miller a F. Modigliani došli k závěru, že hodnota firmy je maximalizována když bude využit maximální podíl cizího kapitálu jako zdroje financování. Efekt daňového štítu působí tak, že průměrné náklady kapitálu WACC se snižují se stoupající úrovní zadlužení a tak se zvyšuje hodnota podniku (Kalouda, 2017).

Graf 3 Grafické vyjádření tvrzení MM II



r_e – náklady vlastního kapitálu, $r_d(1-t)$ – náklady cizího kapitálu zdaněné, r_u – náklady nezadlužené firmy, WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, D – cizí kapitál úročený, E – vlastní kapitál
Zdroj: vlastní zpracování dle Dluhošové, 2010

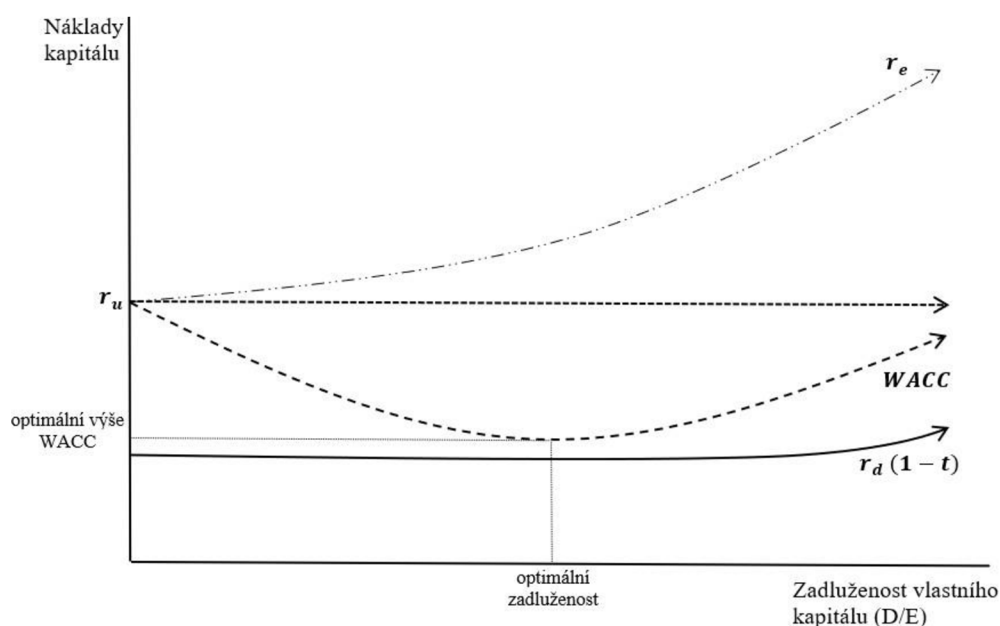
Graf č. 3 ukazuje, že jak se zvyšuje zadluženost vlastního kapitálu, zvyšují se náklady na vlastní kapitál, stejně jako na předchozím grafu č. 2. Křivka průměrných nákladů na kapitál společnosti je zde však odlišná, průměrné náklady na kapitál se snižují díky daňovým efektům.

Na bázi této varianty modelu MM II dosáhne nejvyšší hodnoty společnost se 100% cizím kapitálem. Nicméně podle Swansona a spol. (2003) nebo Kalouda (2017), tato možnost ve skutečnosti je nedosažitelná. Společnost musí mít určitou část vlastních zdrojů, ve většině států je tato podmínka zakotvena i v zákoně. Klíčovým závěrem verze modelu MM II je přece to, že kapitálová struktura má vliv na hodnotu firmy při zohlednění vlivu zdanění (na rozdíl od závěru MM I, který říká, že problém kapitálové struktury je nepodstatný – WACC byly v první verzi konstantní) (Swanson et al., 2003).

Tvrzení III

Podle však budou brát v úvahu náklady finanční tísně, které v předchozích tvrzeních MM I a MM II nebyly uvažovány, situace se náhle změní (Kislingerová, 2010). Podle Režňákové (2012) čím vyšší je úroveň dluhu, tím vyšší je riziko externích poskytovatelů kapitálu a tím vyšší je očekávaná návratnost poskytnutého kapitálu. Od konkrétního bodu tato proměnná nákladů finanční tísně má významnou roli.

Graf 4 Grafické vyjádření tvrzení MM III



r_e – náklady vlastního kapitálu, $r_d(1-t)$ – náklady cizího kapitálu zdaněné, r_u – náklady nezadlužené firmy, WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, D – cizí kapitál úročný, E – vlastní kapitál
Zdroj: vlastní zpracování dle Dluhošové, 2010

Z grafu č. 4 lze interpretovat, že náklady nezadlužené firmy (r_u) zůstávají konstantní, jako v předchozích verzích modelu MM I a MM II, ale náklady na dluh (r_d) mají vzrůstající tendenci od určité meze, z důvodu vzniku nákladů finanční tísně. Důsledkem tohoto pohybu je i vývoj průměrných nákladů kapitálu WACC, které také rostou od určitého bodu. Náklady vlastního kapitálu (r_e), na rozdíl od variant MM I a MM II, nevykazuje lineární růst.

Důsledkem rostoucích nákladů finanční tísně je to, že za určitou hranici převládne náklady finanční tísně nad pozitivním efektem daňového štítu. A proto ztrácí využití cizího kapitálu nad touto hranicí svou výhodu (Watson a Head, 2010).

Teorie Modigliani-Miller upravená s přihlédnutím k nákladům finanční tísně tvrdí: přítomnost určitého podílu cizího kapitálu je pro firmu prospěšná; nadměrné použití cizího kapitálu je pro společnost škodlivé; každá společnost má svůj vlastní optimální podíl vypůjčeného kapitálu (Režňáková, 2012).

Aniž by se snížil významný přínos Modigliani – Millerových vět o teorii finančního managementu, je třeba poznamenat, že nedávají úplné odpovědi na otázky týkající se řízení finanční struktury v reálných společnostech. To je částečně způsobeno přísnými předpoklady teorií Modigliani-Miller (Vahrušina, 2007).

3.2.3.1.2 Klasická (tradiční) teorie

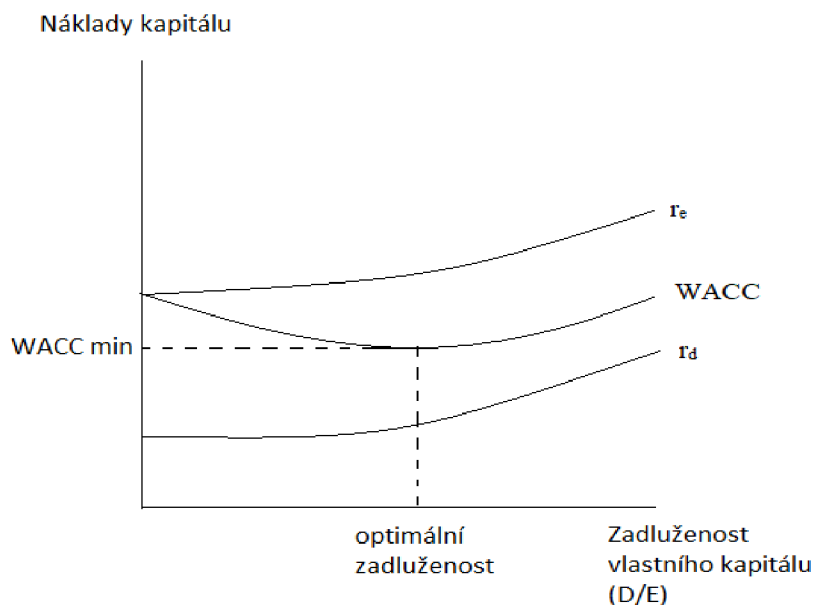
Tradiční teorie vznikla jako reakce na model MM, ale neuvažuje nad předpokladem dokonalých kapitálových trhů při zachování ostatních předpokladů a stanovuje optimální kapitálovou strukturu ve vztahu jejího vlivu na hodnotu podniku (Kislingerová, 2010).

Klasická teorie vychází z průměrných nákladů kapitálu („U“–křivky). Za optimální kapitálovou strukturu se považuje takové složení dlouhodobého kapitálu firmy, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální (Valach, 2010).

Hlavní ustanovení tradiční teorie kapitálové struktury jsou následující:

- Vážené průměrné náklady na kapitál závisí na jeho struktuře; zapojení vypůjčeného kapitálu umožňuje snížit vážené průměrné náklady na kapitál, protože vypůjčený kapitál je levnější než vlastní kapitál.
- Mírný růst dluhu okamžitě nezvyšuje náklady na vlastní kapitál. Od určitého okamžiku však akcionáři začínají požadovat vyšší návratnost investic.
- Náklady na cizí kapitál, které se od určitého okamžiku nezměnily, se zvyšují v důsledku zvýšení finančního rizika.
- Použití vypůjčeného kapitálu umožňuje snížit vážené průměrné náklady na kapitál, ale pouze za podmínky, že hodnota finanční páky je nízká.
- Existuje optimální struktura, která minimalizuje vážené průměrné náklady na kapitál a maximalizuje hodnotu společnosti (Kovalev, 2014).

Graf 5 Grafické vyjádření optimální kapitálové struktury u klasické teorie



r_e – náklady vlastního kapitálu, r_d – náklady cizího kapitálu zdaněné, WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, D – cizí kapitál úročný, E – vlastní kapitál

Zdroj: Vlastní zpracování dle Vochozky a Mulače, 2012

Křivka průměrných nákladů na kapitál WACC je „U“–křivka. Tato křivka má v určitém bodě minimum. Graf č. 5 ukazuje, že náklady na vlastní a cizí kapitál se zvyšujícím se dluhem rostou. Zpočátku jsou WACC sníženy kvůli vlivu daňového štítu, který má pozitivní účinek a snižuje náklady na veškerý kapitál. Od určité výše začne dluh WACC stoupat v důsledku dopadu nákladů finanční tísně. Proto je nevhodné usilovat o maximální dluh, ale o optimální (Hrdý, 2008).

3.2.3.1.3 Kompromisní teorie

Hlavní ustanovení kompromisní teorie kapitálové struktury je kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně (Bukalska, 2019). Valach (2010) zmiňuje, že tato ustanovení byla uvedena v práci A. Krause a R. Litzenbergera (1973), ustanovení jsou následující:

- Při rozhodování o kapitálové struktuře je potřeba vzít v úvahu dva faktory spojené se získáváním vypůjčeného kapitálu – úrokový daňový štít, který snižuje průměrné náklady kapitálu a náklady finanční tísně, které průměrné náklady zvyšují.
- Kompromisní teorie jako i tradiční teorie jsou podobné, protože se opírají o „U“–křivku průměrných nákladů kapitálu.
- Každá společnost má svou vlastní optimální kapitálovou strukturu.

- Za optimální kapitálovou strukturu tato teorie pokládá takové složení kapitálu, při němž úrokový daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně.

- Firmy, které mají vyšší a stabilní zisky a současně bezpečná hmotná aktiva si mohou dovolit vyšší podíly dluhu na celkovém kapitálu firmy než podniky s nižšími zisky a rizikovějšími aktivy (Valach, 2010).

3.2.3.2 Dynamické teorie

Dynamické teorie se snaží vysvětlit chování podniků na základě empirických výzkumů a jsou založeny na zcela odlišném principu než statické teorie. Tyto teorie jsou založeny na úhlu pohledu, kdy optimální kapitálová struktura v zásadě neexistuje a úsilí o zobecnění v oblasti optimalizace kapitálové struktury a jejího vlivu na tržní hodnotu podniku může být zavádějící (Aulová, 2012).

Tyto teorie primárně zdůrazňují chování společnosti a poté jsou na základě těchto znalostí vytvořeny jednotlivé teorie a modely. Do dynamických teorií patří např. **teorie hierarchického pořádku**, **teorie Brealeyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury**, **teorie singalizování**, **teorie volného cash-flow** (Kislingerová, 2010). Dále budou charakterizovány pouze některé z těchto teorií kapitálové struktury.

3.2.3.2.1 Teorie hierarchického pořádku

Hlavní myšlenky, které jsou základem teorie hierarchického pořádku, byly prezentovány v práci G. Donaldsona z přelomu 50. a 60. let (Donaldson, 1961). Při analýze rozhodnutí o vedení největších amerických korporací G. Donaldson poznamenává, že „*korporátní management upřednostňuje interní financování před externími fondy*“. Později (1984) tato teorie byla dále rozvinuta v práci S. Myersa (Kovalev, 2009).

Vzhledem k tomu, že se tato teorie řadí do skupiny „dynamických“, stojí v protikladu k výše uvedeným modelům. Všechny modely, které byly popsány před tím, sledovaly při optimalizaci kapitálové struktury obecně podnikový zájem (zájem vlastníků firmy), kdežto teorie hierarchického pořádku sleduje názor (zájem) podnikových manažerů. Také všechny předchozí modely se snažily rozpoznat optimální kapitálovou strukturu společnosti, tj. snažily se najít nejvhodnější míru zadluženosti. Zatímco teorie hierarchického pořádku vychází z předpokladu, že optimální kapitálová struktura firmy v podstatě neexistuje a že všechny snahy o zobecnění z hlediska jejího vlivu na tržní hodnotu firmy mohou být velmi zavádějící. Příčinou je to, že každá firma je natolik specifická a jedinečná (která funguje v

konkrétních podmínkách podnikového klimatu a okolních vlivů), že její optimalizační snahy nelze přenášet na jiné podniky. Každá společnost navíc neustále optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím konkrétním podmínkám jejího vývoje (proto dynamické teorie) (Kislingerová, 2010).

Teorie hierarchického pořádku nezkoumá složení kapitálu jako předchozí statické teorie, nýbrž má svůj základ v asymetrické informaci – manažeři mají více informací o cílech, rizicích a hodnotách podniku než vnější investoři. Jako příklad, kdy manažeři ovlivňují chování investorů, lze uvést nárůst pravidelných dividend. Ceny akcií zpravidla vzrostou, protože si investoři vysvětlují nárůst dividend jako signál důvěry managementu v budoucí zisky. Informace tedy směřují od manažerů k investorům. Odtud asymetrická informační teorie (Valach, 2010).

Asymetrická informace ovlivňuje výběr mezi interním či externím financováním a mezi novými emisemi dluhopisů nebo akcií, což vede k hierarchickému uspořádání. To znamená, že první volbou při financování jsou interní zdroje (reinvestování zisků), poté nové emise dluhopisů či bankovní úvěry a v poslední řadě emise akcií (Valach, 2010).

Vyjmenované pořadí vyplývá z toho, že je nejjednodušší, ale nikoliv nejlevnější, pro podnikový management použít nejdříve nerozdělený zisk pro své dlouhodobé investiční záměry. Podnik mine případné emisní náklady, které jsou spjaty s použitím externích zdrojů, např. emisí obligací či akcií.

Emise akcií je ve skutečnosti považována za nejméně vhodnou cestu k získávání kapitálu pro podnik, protože je spojena právě s emisními náklady, mimo jiné s tlakem na snížení cen současných akcií, v krajním případě může vyvolat špatný dojem u potenciačních investorů. Dluhové financování je upřednostňováno před externím vlastním kapitálem (Valach, 2010).

3.2.3.2.2 Teorie čtyř dimenzí Brealyho a Myerse

Tato teorie nesouhlasí s ideou jednoho univerzálního vzorce použitelného pro optimalizaci kapitálové struktury všech subjektů (respektive výpočtu průměrných nákladů kapitálu a s ním související klasické teorie) a naopak doporučuje sledovat čtyři oblasti (Brealey a Myers, 2000), a to jsou:

1) Daně, jejichž výsledkem je úrokový daňový štít, ale pokud společnost nemůže tento daňový štít využít, neměla by se zadlužovat.

2) Další dimenzí je riziko. Čím větší riziko společnosti v rámci jejího podnikání je vystaveno, tím menší dluh by společnost měla mít.

3) Podle Brealey a Myers by společnost měla rovněž věnovat pozornost na typu aktiv ve společnosti. Pokud ve společnosti dominuje nehmotné (nelikvidní) aktivum, neměla by být taková společnost příliš zadlužena.

4) Společnost si musí zachovat určitou finanční volnost. Společnost musí zdůraznit, že v případě neočekávaných a efektivních investičních příležitostí má vždy dostatečné zdroje. Pro každou společnost jsou nejrychleji dostupné zdroje považovány za interní zdroje kapitálu společnosti (Valach, 2010).

3.3 Determinanty kapitálové struktury

Kapitálovou strukturu podniku ovlivňuje řada faktorů, které je potřeba identifikovat.

Na základě výsledků analýzy empirických a teoretických studií kapitálové struktury je nutné podotknout, že tyto faktory je možné rozdělit na vnitřní a vnější determinanty kapitálové struktury (Prášilová, 2012).

Tabulka 2 Determinanty kapitálové struktury

Vnitřní faktory <i>(faktory, které podnik může do určité míry ovlivnit)</i>	Vnější faktory <i>(faktory, které podnik nemůže ovlivnit)</i>
Struktura aktiv	Rozvoj kapitálových trhů
Likvidita	Státní regulace
Rentabilita aktiv	Zdanění
Velikost společnosti	Úvěrové sazby
Stáří podniku	Inflace
Odvětvová příslušnost	Kolísání směnných kurzů

Zdroj: vlastní zpracování dle Prášilové, 2012

V následujících kapitolách budou vymezeny podstatné determinanty kapitálové struktury.

3.3.1 Determinanty kapitálové struktury vycházející z teorií struktur kapitálu

Teorie a koncepty související s formováním optimální kapitálové struktury společnosti, zvažované v předchozí kapitole této práce, umožnily doložit určitý vztah mezi nimi a zdůraznit faktory (determinanty), které v souhrnu ovlivňují kapitálovou strukturu společností. To jsou náklady kapitálu, náklady finanční tísně a daňový štít. Každý z těchto faktorů bude popsán níže.

3.3.1.1 Náklady kapitálu

Náklady na kapitál jsou výdaje podniku na pořízení různých forem kapitálu (například na pořízení různých forem dluhu, nerozděleného zisku, akciového kapitálu atd.), které se používají k financování nových investic (Valach, 2010).

Jedním z hlavních úkolů managementu firmy, kromě tvorby zisku, mělo by být úsilí minimalizovat náklady na kapitál, protože *náklady na kapitál jsou jedním z hlavních determinant, které mají významný vliv na volbu kapitálové struktury firmy* (Kislingerová, 2010).

Na náklady na kapitál lze pohlížet z hlediska návratnosti požadované investory. Existuje přímá úměra: čím vyšší je riziko investora, tím vyšší je požadovaný příjem a tím vyšší jsou náklady na jeho pořízení. Dalším aspektem je minimální návratnost, kterou by společnost měla získat z nových investic. To znamená, že náklady na kapitál jsou průměrné náklady na celkový kapitál použitý společností a pokud investor nedosáhne tohoto minimálního výnosu, je to pro společnost neefektivní investice. Náklady na kapitál pro účely finančního řízení se vyjadřují jako procento hodnoty investovaného kapitálu. Jelikož společnost využívá kombinaci několika typů zdrojů financování, zajímá se o průměrnou úroveň těchto zdrojů. To je vyjádřeno aritmetickým váženým průměrem WACC (vážený průměr nákladů na kapitál), kde váha představuje podíl odpovídajícího typu kapitálu na celkových zdrojích (Čížinská a Marinič, 2010).

3.3.1.1.1 Průměrné náklady kapitálu

Pod pojmem průměrné náklady kapitálu se také rozumí náklady na investovaný kapitál – WACC (Weighted Average Cost of Capital). Optimální kapitálová struktura nastává v momentě, kdy WACC jsou minimální. Náklady kapitálu lze určit jako vážený průměr nákladů na kapitál (Nývltová a Marinič, 2010). Ekonomický smysl vážených průměrných nákladů na kapitál spočívá v určení nákladů, které vzniknou podniku s použitím každé jednotky kapitálu. Všechny zdroje kapitálu, jak cizí, tak vlastní, jsou zdrojem nákladů

pro firmu. Jedná se o vypůjčené prostředky (bankovní půjčky, emise dluhopisů, akcie atd.), kdy musí společnost zaplatit za získání a použití finančních prostředků (buď ve formě úroku z půjčky, nebo ve formě dividendy) a tady vznikají náklady na cizí kapitál. Je však také potřeba počítat s tím, že vlastní kapitál něco stojí – vznikají náklady na vlastní kapitál. Hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál do značné míry závisí na nákladech na vlastní kapitál a cizí kapitál (Artuhov, 2012). Tyto náklady (cizí a vlastní náklady) a jejich výpočty budou definovány v následujících kapitolách.

Průměrné náklady na kapitál lze vypočítat podle vzorce:

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{C} + r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C} \quad (3)$$

WACC	Weighted Average Cost of Capital
r_e	náklady na vlastní kapitál
r_d	náklady na cizí kapitál
E	vlastní kapitál (Equity)
D	cizí úročený kapitál (Debt)
C	celkový investovaný kapitál (E + D)
t	sazba daně ze zisku

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2001

Celkový výsledek WACC není vázán pouze na prvcích r_d a r_e , ale i na složení kapitálu celkem, tedy v jakém poměru používá firma cizí a vlastní kapitál ve svém financování. Jestliže se změní struktura kapitálu, změní se i konečná hodnota WACC (Kislingerová, 2001).

Ze vzorce WACC vychází, že každé následující zadlužení bude snižovat náklady na kapitál. Mohlo by se zdát, že nejlevnější by bylo financovat chod společnosti co největším množstvím cizího kapitálu, který je levnější. Ale z hlediska minimalizace WACC optimalizace kapitálové struktury není tak snadná. Náklady na kapitál vlastní a cizí se odvíjí od vnímání podnikatelských rizik ze strany věřitele i vlastníka. Jestliže se bude zvyšovat zadlužení, zvýší se riziko a ochota kreditorů dávat peníze bude nižší, ale odměnou za takové investování do rizikovějších pozic bude vyšší úrok. Ze strany vlastníka – bude vyžadovat vyšší výnos (Schoellová, 2017).

V průběhu nákladů kapitálu platí následující předpoklady:

- cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál,
- s růstem zadluženosti roste i úroková míra,
- s růstem zadluženosti roste požadavek akcionářů na dividendy (odměna za postoupené riziko),
- náhrada vlastního kapitálu úvěrem přináší menší náklady na celkový kapitál až do určité míry zadluženosti, pak náklady začnou zase růst (Vochozka a Mulač, 2012).

Podle Scholleové (2017) by vlastník měl usilovat o zvolení takové kapitálové struktury, při které budou WACC minimální a pokud jsou WACC minimální nastává optimální zadluženost.

3.3.1.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Obecně jsou náklady na vlastní kapitál pro společnost vyšší než náklady na cizí kapitál. Náklady vlastního kapitálu mají formu oportunitních nákladů – nákladů ušlé příležitosti. Netvoří náklady ve skutečném pojetí, nejsou podnětem pro skutečný odliv peněz z podnikání, nejsou ani ve finančním výkaznictví, nemají vliv na hospodářský výsledek, v účetním pojetí vůbec neexistují. Ale v ekonomickém pojetí mají hlavní roli. Registrují skutečnost, že vlastní kapitál není zadarmo (Vochozka a Mulač, 2012). Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů s ohledem na míru rizika, která je tedy spojená s touto investicí (Kislingerová, 2001).

Tím, že vlastník investuje do podniku na dobu neurčitou, jeho ziskovost není předem zaručena a závisí na ekonomické situaci společnosti, která je ovlivněna řadou různých podnikatelských rizik. Stanovení nákladů na vlastní kapitál je jedním z nejobtížnějších úkolů. Proto se používají metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Jako základní lze identifikovat následující (Dluhošová, 2010):

- Dividendový růstový model,
- Arbitrážní model oceňování – APM (arbitrage pricing model),
- Stavebnicové modely – ratingový model (využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu),
- Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (capital asset pricing model).

Aplikace metod závisí na vyspělosti finančních trhů a dostupnosti dat, které souvisí s tržními podmínkami (Dluhošová, 2010). Další podkapitoly budou zaměřené na model CAPM a stavebnicové modely. Důležitost tématu je odůvodněna skutečností, že indikátor, jako například průměrné náklady kapitálu, závisí na přesnosti stanovení nákladů na vlastní kapitál (Dluhošová, 2010).

CAPM

Model CAPM (Capital Asset Pricing Model) vyvinul H. Markowitz v padesátých letech minulého století za účelem odhadu nákladů na vlastní kapitál. Informační základnu modelu tvoří data z akciového trhu o dynamice cen akcií hodnocené společnosti a akciového indexu (Barngolc, 2003).

Podle modelu lze riziko spojené s investováním do jakéhokoli rizikového finančního nástroje rozdělit na dva typy: *systematické* a *nesystematické*. Systematické riziko je způsobeno obecnými tržními a ekonomickými změnami, které ovlivňují všechny investiční nástroje a nejsou jedinečné pro konkrétní aktivum. Nesystematické riziko je spojeno s konkrétní emitující společností (Soukup, 2009).

Systematické riziko nelze zmírnit, ale lze měřit dopad trhu na návratnost finančních aktiv. Nesystematické riziko lze snížit sestavením diverzifikovaného portfolia z dostatečně velkého počtu aktiv nebo dokonce z malého počtu antikorelujících aktiv (Barngolc, 2003).

CAPM zkoumá výkonnost akcií na základě chování trhu jako celku. Výnos jednotlivých aktiv je vyjádřen ve vztahu k požadované míře výnosu a k riziku trhu. Mezi požadovanou mírou výnosu a rizikem je předpokládána úměrnost – je známé, že čím je větší riziko, tím je větší návratnost (Barngolc, 2003).

Podle tohoto modelu je očekávaný výnos investora prezentován ve formě dvou klíčových složek:

- **výnosem z bezrizikové investice (r_f)**,
- **rizikovou prémie ($\beta_i \cdot [r_m - r_f]$)**, vypočítá se jako součin koeficientu beta a prémie za systematické riziko. Prémie za systematické riziko je rozdíl mezi očekávanou výnosovou mírou tržního portfolia a bezrizikovou výnosovou mírou (Sivák, 2009).

Model CAPM je vyjádřen následovně:

$$r_e = r_f + \beta_i \cdot [r_m - r_f] \quad (4)$$

r_e	náklady vlastního kapitálu
r_f	bezriziková výnosová míra
r_m	očekávaná výnosová míra tržního portfolia
$r_m - r_f$	prémie za systematické riziko
β_i	beta koeficient, který vyjadřuje citlivost i-tého aktiva na změnu výnosové míry tržního portfolia
$\beta_i \cdot [r_m - r_f]$	riziková premie

Zdroj: vlastní zpracování dle Čižinské, 2018

Požadovaná výnosnost z investice r_e je tedy výnosnost aktiva, kterou požaduje investor od investice do aktiva (Čižinská, 2018).

Dále, aby bylo možné odhadnout náklady na vlastní kapitál, je nezbytné vědět odpovědi na otázky stanovení bezrizikové výnosové míry, rizikové premie a výši koeficientu beta.

Jako **bezriziková výnosová míra r_f** je tradičně brána úroková míra státních dluhopisů země, ve které firma podniká. Tuto úrokovou míru oznamuje Ministerstvo financí nebo je také možné použít hodnoty PRIBOR (úroková míra pro mezibankovní výpůjčky v ČR), tyto hodnoty zveřejňuje Česká národní banka.

Prémie za systematické riziko $r_m - r_f$ obsahuje riziko trhu, na kterém majitel realizuje své výnosy. Prémie za riziko by měla vycházet z budoucí očekávané výnosnosti trhu (Scholleová, 2009).

Koeficient (β) určuje míru rizika akcie (aktiva) ve vztahu k trhu a odráží citlivost změn jeho ziskovosti ve vztahu ke změnám ziskovosti trhu. Pro budoucí období je koeficient β možné odhadnout třemi způsoby – z minulého vývoje, tzv. historického β , metodou analogie a na základě působících faktorů (Kislingerová, 2010).

Pro účely praktické části bude použit postup metodou analogie. Myšlenka tohoto postupu je založena na využití β z informací z evropských nebo amerických trhů pro podobné společnosti. β je ještě potřeba upravit do formy tzv. Unlevered beta (nulové zadlužení). S přihlédnutím k tomu, že podniky se liší kapitálovou strukturou, je nutné koeficienty Unlevered beta přepočítat na koeficienty beta pro konkrétní podnik, a to i včetně jeho zadlužení (Scholleová, 2009). Hodnota Unlevered beta je přebrána z datových souborů

profesora Damodarana, který pro každý průmyslový sektor zveřejňuje β vždy pro 1. měsíc daného roku na svých webových stránkách.

Přepočítanou hodnotu beta koeficientu na Unlevered Beta lze vyjádřit následovně:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right) \quad (5)$$

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{\left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right)} \quad (6)$$

$\beta_{levered}$ beta koeficient včetně finanční páky (zadlužená)

$\beta_{unlevered}$ beta koeficient bez finanční páky (nezadlužená)

t sazba daně ze zisku

$1 - t$ daňový štít

D cizí zdroje

E vlastní kapitál

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2010

U koeficientu beta β mohou vzniknout tyto situace:

- $\beta > 1$ – cenný papír má tendenci zesilovat pohyby trhu a je více rizikový,
- $\beta = 1$ – pohyb cenného papíru koreluje s pohybem trhu jako celku a je méně rizikový,
- $\beta < 1$ a > 0 – cenný papír má tendenci zeslabovat pohyby trhu,
- $\beta = 0$ – cenný papír je bezrizikový, má stabilní výnos,
- $\beta < 0$ – cena cenného papíru se pohybuje proti pohybu trhu (Kislingerová, 2010).

Stavebnicový model

Stavebnicový model neboli ratingový model je jinou možností určování nákladů na vlastní kapitál. Je vytvořen na základě toho, že do modelu bude zachyceno co nejvíce dílčích rizikových faktorů. Tento model je vhodný především v takových případech, ve kterých nelze, nebo není racionální, aplikovat metodu CAPM. Stavebnicový model má mnoho

různých forem a tvarů, ty se odlišují podle algoritmu vytvoření a vyčíslení rizikových přírážek (Vochozka a Mulač, 2012).

Bází všech modelů je požadovaná úroková bezriziková míra, která se potom upravuje o eventuální přírážky za riziko dle úrovně činnosti určité firmy. Mezi nejznámější uplatňované stavebnicové modely se řadí: model podle Garnet Hill, komplexní model prof. Maříka (Mařík, 2011), nebo ratingový model ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) (Schoellová, 2017). V této práci bude použit stavebnicový model, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu a tento model vychází z ratingového modelu INFA, který vytvořili manželé Neumaierovi. Ratingový model je řádně popsán na stránkách MPO. Podle tohoto modelu náklady na vlastní kapitál jsou představované jako obětovaná ziskovost vlastního kapitálu, kterou by bylo možné získat, v případě investice do alternativní, stejně rizikové investiční příležitosti. Konkrétně je možné při kvantifikaci postupovat tak: (Kislingerová, 2010)

$$r_e = r_f + \sum RP \quad (7)$$

$$RP \text{ je riziková přírážka; } RP = r_{finstru} + r_{finstab} + r_{pod} + r_{LA} \quad (8)$$

$r_{finstru}$ – riziková přírážka za finanční strukturu,

$r_{finstab}$ – riziková přírážka za finanční stabilitu,

r_{pod} – riziková přírážka za podnikatelské riziko,

r_{LA} – riziková přírážka za velikost podniku nebo likvidnost akcií

Zdroj: vlastní zpracování dle Ministerstva průmyslu a obchodu, 2019

Bezriziková sazba (r_f) je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů a pro konkrétní rok je možné ji dohledat v online pramenech MPO, ve Finančních analýzách podnikové sféry (Kislingerová, 2010).

Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) definuje vztahy mezi aktivy a pasivy a jejich životností v návaznosti na likviditu L3 (vzorec č. 20) platí tedy:

když $L3 \leq XL1$, pak $r_{finstab} = 10 \%$

když $L3 \geq XL2$, pak $r_{finstab} = 0 \%$

když $XL1 < L3 < XL2$, pak $r_{finstab}$ se vypočítá podle vzorce:

$$r_{finstab} = \frac{(XL2-L3)^2}{(XL2-XL1)^2} \cdot 0,1$$

XL1 a XL2 jsou stanoveny pro každé odvětví individuálně, při individuální aplikaci metodika MPO doporučuje stanovit $XL1 = 1$ a $XL2 = 2,5$. Avšak pro hodnoty je třeba zohlednit souvislost s velikostí firmy a jejím odvětvím, jelikož některé firmy mohou mít nižší likviditu, aniž by to zvyšovalo jejich riziko (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019).

Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) je vázaná na velikosti úplatných zdrojů (UZ) ve firmě. Úplatné zdroje se vypočítají takto: $UZ = VK + B\acute{U} + DL$.

VK	vlastní kapitál
$B\acute{U}$	bankovní úvěr
DL	dluhopisy

- když $UZ \leq 0,1 \text{ mld.Kč}$, pak $(r_{LA}) = 5 \%$,
- když $UZ \geq 3 \text{ mld.Kč}$, pak $(r_{LA}) = 0 \%$,
- když $0,1 \text{ mld.Kč} < UZ < 3 \text{ mld.Kč}$, pak $r_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2}$, hodnota UZ musí být dosažena v mld. Kč.

Při použití výše uvedené metodiky je navrženo nejít pod spodní hranici, která se rovná 50 mil. Kč a vrchní hranici, která je určena na 10 mld. Kč (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019).

Riziková přírážka za podnikatelské riziko (r_{pod}) je vázaná na ukazatel produkční síly ($EBIT/Aktiva$), její dostatečnou veličinu (je potřeba splnit podmínku pro práci s cizím kapitálem) a předmět činnosti firmy. Ukazatel produkční síly je porovnáván s ukazatelem $X1$. Podmínky modelu je možné formulovat za pomoci vzorce:

$$\frac{EBIT}{A} > \frac{UZ}{A} \cdot UM$$

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM$$

- když $\frac{EBIT}{A} > X1 \rightarrow r_{pod} = \text{minimální hodnota } r_{pod} \text{ v odvětví,}$
- když $\frac{EBIT}{A} < 0 \rightarrow r_{pod} = 10.00\%$,
- když $0 < \frac{EBIT}{A} < X1 \rightarrow r_{pod} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X1^2} \cdot 0,1$ (MPO, 2019).

Riziková přírážka za finanční strukturu ($r_{finstru}$) je možné vypočítat podle Kislingerové (2001) za pomoci ukazatele úrokového krytí, který se vypočítá takto:

$$r_{finstru} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}}$$

Hodnotu $r_{finstru}$ je potřeba omezit:

- když $\frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} > 3$, pak je $r_{finstru} = 0 \%$,
- když $\frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} < 1$, pak je $r_{finstru} = 10 \%$,
- v dalších případech se vypočítá jako $r_{finstru} = \frac{(3 - \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}})^2}{40}$.

Ratingový model INFA, který používá Ministerstva průmyslu a obchodu je založen na zjednodušených předpokladech:

1. Za cenu cizího kapitálu je dosazena skutečná nebo odhadovaná úroková míra.
2. Tržní hodnota cizího kapitálu je identická s účetní hodnotou cizího úročeného kapitálu.
3. Předpokládá se nezávislost hodnoty WACC na kapitálové struktuře.
4. Ve vzorci WACC je za tvar $(1-t)$ použit podíl čistého zisku na zisku ($\frac{CZ}{Z}$), tzn. že se zohledňuje skutečný vliv zdanění.
5. Hodnota EBIT je prováděna odhadem, kdy EBIT je ztotožněn s provozním výsledkem hospodaření (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019).

Pokud tyto předpoklady jsou splněny, lze vzorec WACC upravit do podoby:

$$WACC = \frac{\frac{VK}{A} \cdot r_e + \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{UZ}{A}} \quad (8)$$

r_e	alternativní náklad na vlastní kapitál
$WACC$	vážené průměrné náklady kapitálu
UZ	úplatné zdroje, které se vypočítají: $UZ = VK + BÚ + DL$
A	Aktiva
CZ	čistý zisk
Z	Zisk
UM	úroková míra
VK	vlastní kapitál
$BÚ$	bankovní úvěr
DL	Dluhopisy

Zdroj: vlastní zpracování dle Ministerstva průmyslu a obchodu, 2019

Poté je možné vyjádřit r_e z výše uvedeného vzorce:

$$r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (9)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Ministerstva průmyslu a obchodu, 2019

Pokud ale firma nemá cizí úročený kapitál, je možné hodnotu WACC chápat jako hodnotu r_e , ale s tím, že $r_{finstru}$ (riziková přírážka za kapitálovou strukturu) je nulová. Potom platí:

$$WACC = r_e = r_f + r_{pod} + r_{finstab} + r_{LA} \quad (\text{Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019}).$$

3.3.1.1.3 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují pro společnost výdaj, který je povinný uhradit, lze vyjádřit jako úroky, které je třeba platit věřitelům (Vochozka a Mulač, 2012).

Náklady kapitálu, které firma získá formou dluhu (např. formou úvěru, emisí obligací), se vyjadřují v podobě úroku sníženého o daňový štít, protože jsou daňově uznatelným nákladem ve výkazu zisku a ztrát (Režňáková, 2010).

Cizí kapitál je vypůjčený kapitál, jehož cena za použití je stanovena ve výši úrokové sazby. Základní úroková sazba je dána situací na trhu. Konkrétní výše úrokové sazby závisí:

- Na době splatnosti cizího kapitálu. Z časového hlediska jsou dlouhodobé půjčky zpravidla dražší než střednědobé nebo krátkodobé půjčky. V důsledku investic se zvyšuje míra návratnosti požadovaná investory a tím i hodnota cizího kapitálu – v

míře rizika, které nese věřitel. Náklady na cizí zdroje se zvyšují s rizikem věřitele, protože vyšší riziko je spojeno s vyššími požadovanými výnosy.

- Na způsobu úhrady nákladů cizího kapitálu společnosti. Pokud lze náklady na vypůjčený kapitál zahrnout do položek, které snižují daňový základ, jsou zdroje pro společnost levnější (Mařík, 2011).

Podniky zpravidla využívají průměrnou úrokovou míru, která vychází z velikosti a ceny jednotlivých úvěrů přijatých podnikem.

Jednotlivé úrokové sazby jsou interní informace o společnosti, ke kterým má přístup pouze vedení. Pro externí uživatele existuje způsob, jak toto zjistit odhadem nákladových úroků u bankovní půjčky (Kislingerová, 2010):

$$\text{Náklady na cizí kapitál (i)} = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}} \quad (10)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2010

Autoři Režňáková (2010) a Hrdý (2008) uvádějí druhou metodu výpočtu, při které nezapomínají na daňový systém, a proto se úroková sazba snižuje kvůli úrokovému daňovému štítu (Hrdý, 2008):

$$r_D = i \cdot (1 - t) \quad (11)$$

kde:

r_D	náklady cizího kapitálu
i	úroková sazba v%
t	sazba daně z příjmů

Zdroj: vlastní zpracování dle Čižinské, 2018

Náklady na cizí kapitál lze také zjistit pomocí aktuální úrokové míry bank, které dávají úvěry. Tuto míru je potřeba seskupovat a vymezit průměrnou úrokovou sazbu – vážený aritmetický průměr. Průměrná úroková sazba představuje průměrnou hodnotu za užití cizích zdrojů (Vochozka a Mulač, 2012).

Daňový štít

Hlavním důvodem použití cizího kapitálu ve společnosti je také fakt, že úrokové náklady jsou součástí výdajů odečtených od základu daně ve výkazu zisku a ztráty, tj. platby za poskytnutý cizí kapitál snižují základ daně z příjmu a tedy i daň z příjmu zaplacenou za

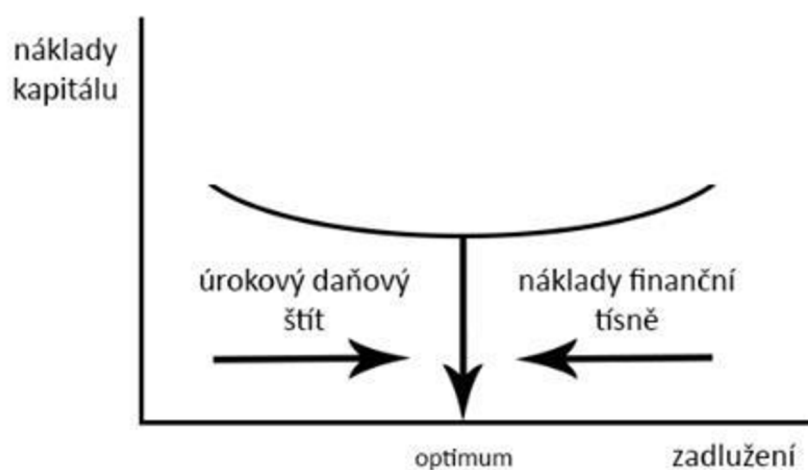
společnost. Představují nižší skutečné náklady. V literatuře se této situaci říká daňový štít, který zvyšuje ziskovost společnosti. Daňový štít však funguje pouze v případě, že úrokové výdaje snižují daňový základ, tudíž jenom tam, kde je co snižovat. Pokud má společnost malý, nulový nebo záporný zisk před úroky a zdaněním (EBIT), funguje daňový štít málo nebo nefunguje vůbec. Lze jej však použít i v dalším ziskovém období, kdy lze ztrátu předchozího období vyrovnat příjmem běžného období (Schoellová, 2017).

3.3.1.2 Náklady finanční tísně

Zapojení dluhu do struktury kapitálu podniku s sebou nese pozitivní i negativní aspekty. Výhodou zavedení dluhu je použití levnějšího typu podnikového kapitálu, protože úroky z vypůjčeného kapitálu nejsou zdaněné a vypůjčený kapitál je méně riskantní než vlastní kapitál. Mezi nevýhody zapojení dluhu patří skutečnost, že kvůli určité výši dluhu se zvyšuje riziko, a proto se zvyšují náklady jak na cizí kapitál, tak i na vlastní (Hrdý, 2008). Pokud firma není schopna plně uspokojit nároky věřitelů na uhrazení povinných plateb, vznikají finanční potíže, které mohou vést k bankrotu společnosti (Brealey a Myers, 2000).

Finanční teorie se zabývá náklady finanční tísně, které srovnává s úrokovým daňovým štítem. V dané situaci se hovoří o tzv. „U“-křivce průměrných nákladů kapitálu firmy (Hrdý, 2008).

Obrázek 1 Znárodnění finanční tísně



Zdroj: Hrdý, 2008

Do nákladů finanční tísně řadí:

- náklady úpadku,
- agenturní náklady.

Náklady úpadku – jsou buď přímé či nepřímé povahy. Přímé náklady finanční tísně zahrnují administrativní náklady, jako jsou poplatky právníkům či soudům. Nepřímé náklady úpadku představuje pokles hodnoty společnosti v důsledku neefektivní práce v období předcházejícímu bankrotu, např. zvýšené úroky požadované věřiteli, a také náklady vznikající v důsledku odchodu vysoce kvalifikovaných pracovníků se považují za náklady úpadku (Valach, 2010).

Agenturní náklady jsou náklady vyplývající z konfliktu zájmů mezi majiteli a věřiteli či manažery. Ve vztahu k jakékoliv firmě je vždy možné rozlišit skupiny osob, které se zajímají o její činnost, jejichž zájmy se však ne vždy shodují. Akcionáři upřednostňují vyšší riziko vzhledem k vyšším očekávaným výnosům z podnikání, a nebrání se zadlužení, zatímco manažeři, kteří mají stabilní pracovní místa, mají zájem o mnohem menší riziko (Čížinská a Marinič, 2010).

3.3.2 Determinanty kapitálové struktury vycházející z empirických průzkumu

Níže jsou uvedeny determinanty kapitálové struktury, které jsou spojeny s empirickými výzkumy, jejichž účelem není najít optimální strukturu kapitálu, ale spíše identifikovat faktory, které ovlivňují kapitálovou strukturu v různých odvětví nebo zemi (Aulová, 2012). Sem patří velikost podniku, rentabilita aktiv, struktura aktiv podniku a likvidnost.

3.3.2.1 Velikost podniku

K charakterizaci velikosti podniku se obvykle používají dva přístupy. Může to být logaritmus čistých tržeb podniku z prodeje nebo logaritmus aktiv. Tento ukazatel má nejednoznačný vliv na kapitálovou strukturu podniku. Na jedné straně velké podniky mají mnohem větší příležitost získat cizí kapitál než malé. Velikost může působit jako inverzní proměnná pro pravděpodobný úpadek, čímž předpovídá přímý pozitivní dopad na objem půjčování. Na druhou stranu velké podniky se nacházejí v etapě zralosti, což významně snižuje jejich rizika a podporuje vydávání akcií. Lze také předpokládat, že větší podnik má velké množství akumulovaných aktiv, proto bude mít větší sklon k získání vlastního kapitálu (Rusanova, 2010).

$$x_1 = \log(\text{tržby}) \text{ (logaritmus čistých tržeb)}$$

Pokud se vezme v úvahu tento faktor z hlediska různých teorií, pak by podle kompromisní teorie rozsah aktiv společnosti měla mít významný dopad na dluhové zatížení podniku, má existovat pozitivní vztah, protože tento faktor do značné míry určuje schopnost

podniku přilákat investice a přístup na kapitálové trhy. Z hlediska teorie hierarchického pořádku by měla existovat významná zpětná vazba, protože velké společnosti mají příležitost akumulovat značné částky zisků a méně potřebují cizí kapitál. V letech 2008 – 2012 byla na základě čtvrtletních zpráv 570 nefinančních evropských podniků provedena studie, která ukázala, že největší podniky po celé sledované období platily nižší úrokovou sazbu a vyšší sazbu pak – malé podniky (Těplová, 2000).

3.3.2.2 Rentabilita aktiv

K hodnocení rentability jako vysvětlující proměnné struktury podniku se používají různé přístupy. K měření tohoto faktoru se také používají různé ukazatele. Může to být rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) (více o ukazatelích rentability je v podkapitole 3.4.2.1) jako ziskové rozpětí nebo poměr výsledku hospodaření před zdaněním úroků a odpisů k celkovým aktivům (EBITDA/celková aktiva). Různé teorie struktury kapitálu interpretují dopad rentability podniku na její páku různými způsoby (Rusanova, 2010).

Podle teorie hierarchického pořádku rentabilita nepřímo souvisí s úrovní dluhu podniku. To je způsobeno skutečností, že ziskový podnik generuje dostatečný příjem k financování svého růstu a rozvoje, k vyplácení dividend, takže vypůjčené zdroje použije relativně málokdy. Další vysvětlení je nabízeno v rámci kompromisní teorie. Čím vyšší je zisk generovaný podnikem, tím více potřebuje společnost daňovou ochranu a tím více bude muset využívat dluhové financování. Navíc banky budou připravené poskytovat atraktivnější úrokové sazby pro ziskovější firmy (Rudyk, 2004).

$$x2 = \frac{\text{Čistý příjem}}{\text{Aktiva}}$$

Řada studií prokazující negativní vztah mezi rentabilitou aktiv a zadlužeností (Titman, Wessels, 1988; Rajan, Zingales, 1995; Fama, French, 2002; Bevan, Danbolt, 2002; Friend, Lang, 1988; Chen, 2004 cit. dle Aulové, 2012).

3.3.2.3 Struktura aktiv podniku

Dalším důležitým faktorem ovlivňujícím kapitálovou strukturu společnosti je struktura aktiv podniku. Ve vztahu k zadluženosti je velmi důležitý poměr nehmotných a hmotných aktiv podniku. Obvykle se měří poměrem účetní hodnoty hmotných aktiv k hodnotě celkových aktiv společnosti ($x3$).

Podle teorie kompromisu má tento faktor pozitivní vliv na výši dluhu společnosti, protože hmotná aktiva mohou působit jako zajištění úvěrů, jejichž hodnota je v průběhu času

stabilnější než hodnota nehmotných aktiv. Podle teorie hierarchického pořádku se se zvyšováním podílu nehmotných aktiv zvyšuje potřeba jejich financování, zatímco vzhledem k vysoké informační asymetrii může být použití vlastního kapitálu docela nákladné (Rudyk, 2004).

V rámci této studie lze předpokládat, že vliv významnosti aktiv na kapitálovou strukturu bude pozitivní, protože společnost s velkým počtem hmotných aktiv bude pro věřitele atraktivnější (Rusanova, 2010).

Pohled empirických studií Chen (2004) a Rajan a Zingales (1995), potvrzují pozitivní vztah mezi strukturou hmotných aktiv podniku a zadlužeností.

3.3.2.4 Likvidita

Likvidita aktiv společnosti může mít také významný dopad na její pákový efekt. Tento faktor se měří poměrem likvidity oběžných aktiv, tj. poměrem oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům (Rudyk, 2004). (Více o ukazatelích likvidity je v subkapitole 3.4.2.2)

$$x_4 = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Podle teorie hierarchického pořádku bude u vysoce likvidních společností méně pravděpodobné, že se obrátí k financování cizím kapitálem. Kromě toho mohou manažeři společností manipulovat s likvidními aktivy v zájmu akcionářů a na úkor držitelů dluhů, což zvyšuje agenturní náklady na dluh. Dopad tohoto faktoru na pákový efekt společnosti bude proto negativní. Na druhou stranu podle teorie kompromisu by likvidnější společnosti měly mít ve své kapitálové struktuře větší podíl dluhu, protože to zabrání manažerům v plýtvání volným peněžním tokem. To předpokládá pozitivní vztah mezi dluhem společnosti a její likviditou (Skarkisov, 2019).

Zkoumané vysvětlující proměnné a jejich očekávaný dopad na kapitálovou strukturu lze předložit ve formě tabulky.

Tabulka 3 Očekávaný dopad základních proměn vycházející z empirických průzkumu

Označení	Faktor	Jak se měří	Vliv		
			Teorie hierarchického pořádku	Teorie kompromisu	Očekávání
x1	Velikost podniku	Logaritmus čisté tržby	-	+	+
x2	Rentabilita	Rentabilita aktiv	-	+	-
x3	Významnost aktiv	Poměr účetní hodnoty hmotných aktiv	-	+	+
x4	Likvidnost	Koeficient likvidnosti aktiv	-	+	-

Zdroj: vlastní zpracování dle: Rusanove, 2010; Těplove, 2000, 2010; Rudyka, 2004.

3.4 Finanční analýza

Kapitálovou strukturu je možné, mimo jiné, vyhodnotit také pomocí použití vybraných ukazatelů finanční analýzy. Finanční analýza společnosti je charakterizována jako nástroj, který umožňuje posoudit finanční zdraví společnosti. Je důležitá pro posouzení finanční situace společnosti a slouží k rozhodování o investicích a dalších možnostech financování společnosti. Pomáhá zpracovat předpověď ohledně budoucí finanční situace podniku a pomocí ní lze zjistit, jestli má společnost přiměřenou kapitálovou strukturu, jestli je zisková nebo ztrátová, jestli je schopna hradit své závazky, jestli využívá svá aktiva efektivně atd. (Alekseeva a Gorbachev, 2012). Znalost finanční situace pomáhá podniku přijímat správná rozhodnutí při určování optimální finanční struktury, při přidělování volných zdrojů atd (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Podle Kaloudy (2017) lze pokládat za cíle finanční analýzy:

- ocenění finančního zdraví firmy pomocí metod finanční analýzy,
- určování silných a slabých stránek podniku firmy.

Finanční analýza má pro každou osobu jinou informativní hodnotu. Pomáhá manažerovi identifikovat situace a oblasti, které vyžadují pozornost, pomáhá potenciálním věřitelům určit, jestli je společnost spolehlivá a schopná plnit své závazky, pomáhá investorům předvídat budoucnost a odhadovat budoucí hodnotu akcií (Vlachý, 2018).

Hlavními metodami pro provádění finanční analýzy podniku jsou metody analýzy absolutních, poměrových a rozdílových ukazatelů. Analýza absolutních ukazatelů obsahuje

analýzu **horizontální** a **vertikální**. Analýza poměrových ukazatelů zahrnuje ukazatele **rentability, likvidity, zadluženosti, aktivity a kapitálového trhu**. Rozdílové ukazatele se někdy označují jako finanční fondy nebo fondy finančních prostředků. Mezi nejpoužívanější fondy ve finanční analýze patří: **čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky, čisté peněžně pohledávkové fondy** (Sedláček, 2011).

3.4.1 Absolutní ukazatele

Analýza absolutních ukazatelů obsahuje analýzu **horizontální** a **vertikální**, jejíž údaje vycházejí z finančních výkazů, jako samostatné složky aktiv, pasiv, nákladů, výnosů, příjmů a výdajů. Analyzovaná data jsou porovnána za daný rok s předchozím rokem (Sedláček, 2011).

3.4.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza (analýza trendů) – porovnává změny ukazatelů v časové řadě. Výchozí data jsou obsažena v účetních výkazech podniků a ve výročních zprávách, které uvádějí klíčové finanční položky za posledních 5 až 10 let. Při analýze se berou v úvahu jak změny absolutní hodnoty, tak i procentní změny jednotlivých položek výkazů, po řádcích, horizontálně (Kalouda, 2017).

Výpočet horizontální analýzy je následující:

- absolutní výše změny – rozdílová analýza

$$\text{absolutní změna} = \text{ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1} \quad (12)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Knápkové, Pavelkové, Remeše a Štekera, 2017

- procentické vyjádření – podílová analýza

$$\% \text{ změna} = \frac{(\text{absolutní změna} \cdot 100)}{\text{ukazatel}_{t-1}} \quad (13)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Knápkové, Pavelkové, Remeše a Štekera, 2017

3.4.1.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza (technika procentního rozboru) – “*vypočítá procentní podíl jednotlivých položek rozvahy na aktivech a položek výsledovky na výnosech (tržbách)*” (Synek, 2011).

$$\text{podíl položek pasiv} = \frac{\text{vybraná položka pasiv}}{\text{celková pasiva}} \quad (14)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Sedláčka, 2011

3.4.2 Poměrové ukazatele

Analýza poměrových ukazatelů zahrnuje docela mnoho skupin poměrových ukazatelů. V této práci nebudou charakterizovány všechny typy ukazatelů, ale pouze ty, které jsou důležité pro analytickou část této práce a které budou aplikovány v praxi – ukazatele **rentability**, **likvidity** a **zadluženosti**. Tyto ukazatele posuzují účinnost využívání zdrojů, jejich strukturu, ziskovost a také celkovou zadluženost společnosti (Sedláček, 2011).

Poměrové ukazatele jsou hlavním nástrojem finanční analýzy, používají vztah mezi dvěma nebo více položkami a rozšiřují informativní hodnoty. Je to jedna z nejpoužívanějších metod finanční analýzy, protože docela rychle poskytují představu o finanční situaci a stabilitě společnosti (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Jedná se o techniku šetřící čas, kterou lze jednoduše použít pro srovnání podniků (mezipodnikové srovnávání), identifikování silných a slabých stránek společnosti, a která poskytuje relativně spolehlivé informace o tom, kde se mohou objevit hlavní příčiny finančních problémů (Alekseeva a Gorbachev, 2012).

Ukazatele lze obvykle rozdělit do skupin, které měří konkrétní aspekt finančního zdraví. Tyto skupiny jsou stejně významné a rovnocenné (Scholleová, 2017). Finanční analýza však musí být přizpůsobena účelu a také má být orientovaná na toho, kdo bude užívat závěry a doporučení (Růčková, 2019).

3.4.2.1 Ukazatele rentability

Na začátku je důležité vymezit různé kategorie zisku (viz. tabulka č. 4), protože existuje několik způsobů, jak je zadán do výpočtu u ukazatelů rentability. Tyto důležité kategorie lze vyčíst z výkazu zisku a ztráty (Růčková, 2019).

Tabulka 4 Definování skupin zisku

EAT	Earnings After Taxes	čistý zisk po zdanění – výsledek hospodaření za běžné účetní období
EBT	Earnings Before Taxes	zisk před zdaněním od kterého ještě nebyly odečteny daně – výsledek hospodaření před zdaněním
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes	zisk před odečtením úroků a daní – výsledek hospodaření před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization	výsledek hospodaření před zdaněním úroky a odpisy

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové, 2019

Tabulka 5 Grafické znázornění samostatných skupin zisku

EBITDA		
EBIT		+ <i>odpisy</i>
EBT		+ <i>nákladové úroky</i>
EAT	+ <i>daň z příjmů</i>	

Zdroj: vlastní zpracování dle Čížinské a Mariniče, 2010

Rentabilita (výnosnost vloženého kapitálu) podniku komplexně ukazuje míru efektivity využívání peněžních, materiálních a dalších zdrojů. Ukazatele rentability mají podobné vysvětlení, protože udávají kolik Kč zisku se dostává na 1 Kč jmenovatele (Kislingerová, 2010).

Obecně lze říci, že rentabilita produktu znamená, že výroba a prodej daného produktu přináší podniku zisk. Nerentabilní výroba je výroba, která není zisková. Negativní rentabilita je ztrátová činnost. Ukazatele rentability v časové řadě by měly mít vzrůstající trend (Scholleová, 2017).

Níže budou uvedeny též ukazatele rentability, které jsou použity v analytické části této práce.

Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv (ROA – Return on Assets) určuje celkovou výnosnost firmy (Sivák, 2009). ROA poměruje zisk podniku s celkovými aktivy vloženými do podnikání, bez ohledu na to, jestli byla financována z vlastního kapitálu nebo cizího (Kislingerová, 2010). V čitateli se používá výsledek hospodaření před úroky a zdaněním, a to v podstatě ukazuje, jaká by byla ROA, kdyby společnost nebyla zatížena daněmi. Aplikace EBIT ve vzorci ignoruje i finanční zdroj, tedy u cizího zdroje úhradu za poskytnutí kapitálu např. úroky, u vlastního zdroje vyplácení ve formě např. dividend, podílů na zisku. Z těchto důvodů se lze rentabilitu

aktiv používat k porovnávání s výnosnosti různých firem, bez ohledu na vnější podmínky, které jsou dané např. výší daní v jiné země nebo jinou úrovní zadlužení a taktéž pro komparace společnosti v čase – zabrání se tak přepočtu v případě změn daňových zákonů (Holečková, 2008). Pokud má být takové financování pro akcionáře výhodné, neměla by být nižší nežli běžná úroková míra (Sivák, 2009).

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (15)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové a Roubíčkové, 2012

Rentabilita vlastního kapitálu

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity – ROE) představuje důležitý ukazatel pro majitele podniku a vztahuje výkon jen k vlastnímu použitému kapitálu, za pomoci toho ukazatele je možné se ukázat k jakému zhodnocení/ziskovosti kapitálu dostává (Růčková, 2019). Ukazatel v čitateli v podobě čistého zisku nejlépe vystihují aspekt investora nebo majitele a říká, jak moc se jeho vložený kapitál reprodukuje – jaký je z něj příjem (Scholleová, 2017).

Pro investory tento ukazatel významný ještě proto, že mohou si uvědomit, jestli je jejich investice výnosnější než alternativní investice do jiných instrumentů, tedy z pohledu investora je významné, aby ROE byla vyšší než alternativní úroky (Sedláček, 2011).

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (16)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2010

Rentabilita tržeb

Rentabilita tržeb (ROS – Return on Sales) ukazuje podíl zisku, který připadá na 1 Kč tržeb. Dle Kislingerové, použití v ukazateli EBITu je vyhovující pro porovnání firem s proměnlivými podmínkami (Kislingerová, 2010). Neboli podle Růčkové ROS ukazuje schopnost firmy dosahovat zisku při uvedené úrovni tržeb, tedy kolik firma dokáže vyprodukovat efektu na jednu korunu tržeb. Také podle Růčkové, kdy v ukazateli se používá

EAT, pak ROS je příhodnější k porovnávání s oborovým průměrem (Růčková, 2019). V této diplomové práci za položku zisku bude použit EAT.

$$\text{ROS} = \frac{\text{EAT}}{\text{tržby}} \quad (17)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové, 2019

Běžná hodnota ROS je určena odvětvím a dalšími charakteristikami organizace. Nejčastěji zahrnuje tržby za prodej zboží, výrobků a služeb. Rentabilita tržeb je ukazatelem cenové politiky společnosti a její schopnosti kontrolovat náklady. Rozdíly v konkurenčních strategiích a produktových řadách způsobují významné rozdíly ROS v různých firmách (Schoellová, 2017).

3.4.2.2 Ukazatele likvidity

Pojem likvidita podle Růčkové lze chápat jako likviditu nějaké složky majetku (aktiva) nebo jako likviditu celého podniku (Růčková, 2019). Pod likviditou aktiva se rozumí jeho schopnost se transformovat do peněžních prostředků. Stupeň likvidity je určen délkou časového období, během kterého lze tuto transformaci provést (Lapusta, 2008). Likviditou podniku se rozumí schopnost společnosti uhradit včas své závazky (Růčková, 2019).

K likviditě se vztahuje pojem solventnost, likvidita kapitálu je základem solventnosti. Jinými slovy, likvidita je způsob jak udržet solventnost. Zároveň však platí, že pokud má podnik vysoký image a je neustále solventní, je pro něj snazší udržovat si likviditu (Lapusta, 2008).

Likvidita podniku je předpokladem finanční rovnováhy. Pokud je podnik dlouhou dobu nelikvidní, znamená to platební neschopnost (insolvence). Insolvence představuje takový stav, kdy firma není schopna uhradit dluhy ve stanovených platebních termínech, tedy realizovatelná hodnota aktiv je nižší než splatné dluhy. Nadbytečná likvidita je však také nevýhodná, protože snižuje nebezpečí platební neschopnosti firmy a souběžně snižuje její výnosnost (Synek, 2011).

Likvidita je vyjádřena formou poměrových ukazatelů, tzv. stupňů likvidity. Ty mají ve jmenovateli krátkodobé závazky (včetně krátkodobých bankovních úvěrů) a v čitateli prvky likvidních aktiv (Synek, 2011).

Okamžitá likvidita nebo **likvidita I. stupně** (peněžní) – ukazuje, jakou část krátkodobých závazků lze v blízké budoucnosti splatit peněžními prostředky a jejich ekvivalenty. Doporučená hodnota se pohybuje mezi 0,2 – 0,5 (Scholleová, 2017).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek} + \text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (18)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Čizinske, 2018

Pohotová likvidita nebo **likvidita II. stupně** – tady oběžná aktiva jsou snížena o zásoby. Ukazuje, jestli je společnost schopna vyrovnat své závazky i v případě, že by nemusela zpeněžit své zásoby (nejméně likvidní položka aktiv). Doporučená hodnota se pohybuje mezi 1 – 1,5 (Kislingerová, 2010).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (19)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Synka, 2011

Běžná likvidita nebo také **likvidita III. stupně** – vyjadřuje dostatečnost krátkodobých aktiv podniku, které může použít k zaplacení svých krátkodobých závazků. Doporučená hodnota se pohybuje mezi 1,5 – 2,5. Hodnota pod 1 znamená vysoké finanční riziko spojené se skutečností, že společnost není schopna důsledně hradit krátkodobé závazky z krátkodobých aktiv a je potřeba je hradit z dlouhodobých zdrojů financování. Hodnota vyšší než 3 může naznačovat iracionální kapitálovou strukturu (Synek, 2011).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (20)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Synka, 2011

3.4.2.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti srovnávají rozvahové položky a na jejich bázi ukazují, v jakém rozměru jsou financovány cizími zdroji. Také ukazuje schopnost společnosti splácet své závazky. Logické je, že firma nebude schopna dostát svým závazkům pokud má vysokou zadluženost, a tím má i vyšší riziko. Při optimalizaci je proto nutné najít vhodný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem ve společnosti (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017).

Celková zadluženost, nazývána také jako ukazatel věřitelského rizika – je to poměr cizích prostředků k celkovým aktivům podniku, je základním ukazatelem zadluženosti. Považuje se za normální, pokud je hodnota indikátoru v intervalu 30 – 60 %. Přebytek znamená zvýšení podílu vypůjčeného kapitálu a může vést k nestabilní finanční a ekonomické situaci společnosti a vyššímu riziku věřitelů (Dluhošová, 2010).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} \cdot 100 \quad (21)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové, 2019

Koeficient samofinancování – charakterizuje poměr vlastního kapitálu k celkovému kapitálu (aktivům) organizace. Koeficient ukazuje, jak nezávislá je organizace na věřitelích. Čím nižší je hodnota poměru, tím více je organizace závislá na vypůjčených zdrojích financování, tím méně stabilní je její finanční situace (Růčková, 2019).

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \cdot 100 \quad (22)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Růčkové, 2019

Různé státy mají svou optimální hodnotu (Evropa doporučuje, aby hodnota byla > 50 %, Rusko 50 – 70 %, USA 40 – 50 %). V každém případě však tento ukazatel silně závisí na odvětví nebo spíše na poměru ve struktuře organizace dlouhodobých a oběžných aktiv (Lapusta, 2008).

Součet koeficientů **celkové zadluženosti** a **samofinancování** by měl dát dohromady **hodnotu 1** (Sedláček, 2011).

Úrokové krytí – poměr ukazuje, kolikrát zisk před úroky a zdaněním převyšuje náklady na splácení úroků. Čím je výsledek úrokového krytí nižší, tím vyšší je úvěrové zatížení podniku a tím je vyšší i pravděpodobnost bankrotu. Hodnota menší než 1 je považována za kritickou (tj. EBIT je nižší než splatný úrok), což znamená, že zisk, který vytvořil podnik, není dostatečný k zaplacení úroků věřitelům (Růčková, 2019).

Čím vyšší je hodnota úrokového krytí, tím stabilnější je finanční situace firmy. Příliš vysoký poměr však naznačuje příliš opatrný přístup k získávání cizích prostředků, což může vést k nižší návratnosti kapitálu (protože se nepoužívá pákový efekt) (Lapusta, 2008).

Lze vypočítat podle vzorce:

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

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2010

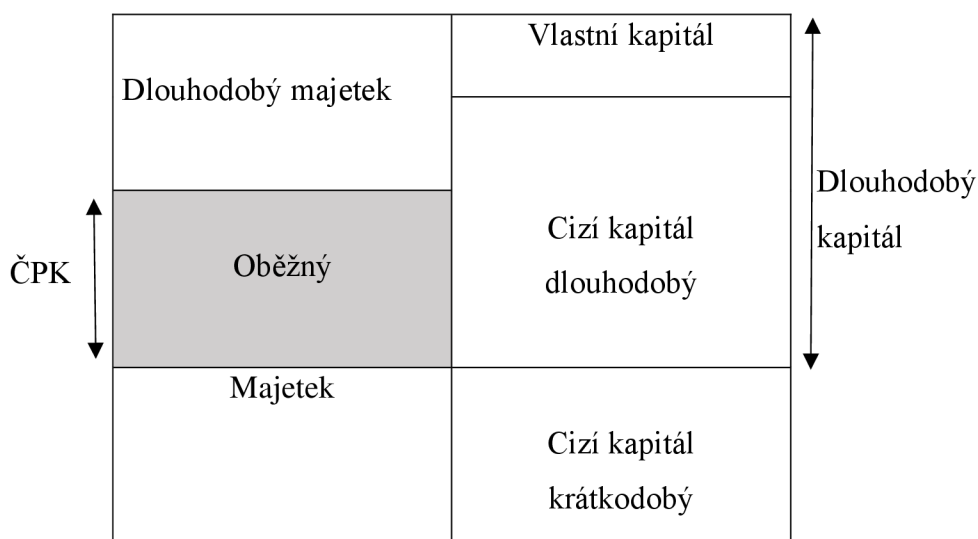
3.4.3 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele slouží k analýze a řízení finanční situace podniku a ve finanční analýze jsou pojmenované jako fondy finančních prostředků. Fondy jsou tady chápány jako rozdíl mezi souhrnem určitých složek krátkodobých aktiv a určitých složek krátkodobých pasiv (tzv. čistý fond) (Sedláček, 2011).

3.4.3.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál (net working capital) je jedním z nejdůležitějších rozdílových ukazatelů, ale je také blízce propojen s analýzou likvidity (Hrdý, 2008). Je to rozdíl mezi sumou oběžných aktiv a sumou krátkodobých závazků (viz. schéma č. 3) (Synek, 2011).

Schéma 3 Čistý pracovní kapitál



Zdroj: vlastní zpracování dle Knápkové, Pavelkové, Remeše a Štekera, 2017

Pro výpočet je možné použít vzorec:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (24)$$

Zdroj: vlastní zpracování dle Synka, 2011

Společnost by měla mít tolik kapitálu, kolik právě potřebuje. Pokud disponuje větším kapitálem, jehož využití je nehospodárné, znamená to, že podnik je překapitalizován (Synek, 2011). Taková situace se nastává, když oběžný majetek je financován dlouhodobým kapitálem. V případě, že je podnik **překapitalizován**, signalizuje to neúčinnou finanční politiku společnosti, která vede ke snížení rentability (Sedláček, 2011). Pokud má společnost tak málo kapitálu, že tento fakt vyvolává defekty v chodu společnosti, znamená to, že podnik je **podkapitalizován**. Taková situace nastává v případě, že je dlouhodobý majetek krytý krátkodobým cizím kapitálem. K podkapitalizaci často dochází v době expanze společnosti, kdy společnost zvětšuje výrobu a prodej a tím stoupají aktiva, která nejsou kryta potřebnými finančními prostředky (Synek, 2011).

Čistý pracovní kapitál může nabývat kladné nebo záporné hodnoty, či se rovnat nule. Společnost by se vždy měla snažit, aby hodnota ČPK byla kladná, zároveň ale ne příliš vysoká, protože taková hodnota vypovídá o neefektivním využití finančních zdrojů společnosti. Záporná hodnota ČPK ukazuje na tzv. nekrytý dluh (Hrdý, 2008).

4 Vlastní práce

Analytická část práce se bude věnovat kapitálové struktuře vybraného podniku, kterým je společnost Energy Benefit Centre a.s., její analýze a její optimalizaci. Data budou čerpána z finančních výkazů společnosti – z rozvahy a výkazu zisků a ztrát v období let 2013–2020. V této části budou předchozí teoretické poznatky převedeny do praktické roviny. Na začátku bude charakterizován vybraný podnik a představeny základní informace o něm.

Dále bude provedena finanční analýza prostřednictvím absolutních a poměrových ukazatelů. V absolutních ukazatelích je znázorněna vertikální a horizontální analýza pasiv, která bude sledovat vývoj za určené období. Pomocí analýzy poměrových ukazatelů bude zhodnocena likvidita, zadluženost a rentabilita podniku s důrazem na kapitálovou strukturu. Vlastní práce se také bude věnovat ukazateli čistého pracovního kapitálu a finanční páky.

V další části budou analyzovány a odhadnuty náklady kapitálu společnosti Energy Benefit Centre a.s. Náklady kapitálu budou sloužit jako podklad pro uskutečněnou analýzu optimalizace kapitálové struktury a hledání optimálního bodu zadluženosti, kterému odpovídají nejnižší WACC. Za účelem nalezení tohoto bodu bude vytvořena „U“ – křivka.

Na závěr potom bude vypracováno doporučení a navržena optimální kapitálová struktura pro podnik Energy Benefit Centre a.s. na základě výše uvedených výpočtů.

4.1 Charakteristika podniku

Značka Energy Benefit Centre působí na českém trhu v oblasti energeticky úsporného stavebnictví od roku 2007. Vznikala původně jako poradenská společnost pro energeticky efektivní stavebnictví a využití obnovitelných zdrojů energie. Zkoumaná společnost Energy Benefit Centre a.s. byla založená a zapsána do obchodního rejstříku 3. února 2010 pod identifikačním číslem 29029210. Je to stabilní společnost s více než padesáti zaměstnanci a pobočkami v pěti českých městech (Energy-benefit, 2021).

Podle právní formy se jedná o akciovou společnost a předmětem podnikání jsou následující činnosti:

- Projektová činnost ve výstavbě;
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.


Výše základního kapitálu je 2 000 000,- Kč. Základní kapitál společnosti je rozdělen na 200 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč.

Statutárním orgánem je představenstvo a dozorčí rada, podle výpisu z obchodního rejstříku za společnost jedná ve všech věcech samostatně předseda nebo dva členové představenstva společně. Představenstvo reprezentují 3 členové, jsou jimi:

1. Ing. Miroslav Hořejší – předseda představenstva
2. Ing. Libor Novák – člen představenstva
3. Martina Hořejší – člen představenstva

Dozorčí radu tvoří 1 člen: Zdeněk Novák (justice.cz).

Tabulka 6 Základní informace o společnosti Energy Benefit Centre a.s.

Obchodní firma:	Energy Benefit Centre a.s. 
Datum vzniku a zápisu:	3. únor 2010
Spisová značka:	B 15915/MSPH Městský soud v Praze
Sídlo:	Křenova 438/3, Veleslavín, 162 00 Praha
Identifikační číslo:	29029210
Právní forma:	Akciová společnost
Statutární orgán – představenstvo:	Ing. Miroslav Hořejší Ing. Libor Novák Martina Hořejší
Dozorčí rada:	Zdeněk Novák
Akcie:	počet 200 ks na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 10 000,-Kč
Základní kapitál:	2 000 000,-Kč Splaceno: 100 %

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2021)

Společnost se zabývá zejména projektováním energeticky úsporných budov, které mají minimální provozní náklady. V současné době společnost Energy Benefit Centre a.s. patří k významným společnostem na českém trhu v oblasti architektury, projektování budov, projektování technických zařízení budov (vymýšlí a projektuje systémy vytápění, větrání a dalších rozvodů v budovách s využitím obnovitelných zdrojů energie) a inženýringu. Pro budovy navrhuje solární soustavy, fotovoltaické systémy, řízené větrání s rekuperací nebo

tepelná čerpadla, to vše ve spojení s inteligentním řízením budov. Zajišťuje také poradenství v oblasti energeticky šetrného stavebnictví a úspor energie.

Stručné shrnutí: klíčovou specializací Energy Benefit Centre je energeticky úsporné stavebnictví, úspory energie a obnovitelné zdroje energie.

Klienty tvoří soukromý i veřejný sektor. Pod značkou Energy Benefit Centre zkušení odborníci navrhují novostavby i rekonstrukce středních a větších staveb. Například, školy a administrativní budovy, hotely, domovy pro seniory a další. Společnost se podílela na rekonstrukcích významných českých budov, jako jsou Hotel Thermal, Pragerovy kostky a další (Energy-benefit.cz).

Tabulka 7 Základní ukazatele podniku Energy Benefit Centre a.s. za období let 2013 – 2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Počet zaměstnanců	20	22	25	31	31	34	46	49
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v tis. Kč	37688	48423	43 213	39 964	50273	54 294	84487	77039
Výsledek hospodaření v tis. Kč	8 771	7763	7916	3282	3497	2269	4347	4224

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Výše uvedená tabulka č. 7 zobrazuje základní ukazatele společnosti a je vidět, že společnost Energy Benefit Centre a.s. od roku 2013 do 2020 postupně zvyšuje počty zaměstnanců. V roce 2016 celkové tržby dosáhly jedné z nejnižších hodnot za sledované období, ale od toho roku mají rostoucí trend, s výjimkou posledního roku. Co se týče výsledku hospodaření, ten v roce 2016 dosáhl 2,4krát nižší hodnoty než v předchozím roce, a důvodem byl 2,6krát nižší provozní výsledek hospodaření. Provozní výsledek hospodaření byl ovlivněn hlavně rozdílem ve velkých službách v roce 2016 oproti roku 2015 a také mzdovými náklady, které vzrostly vzhledem k rozšíření pracovního týmu. Rostoucí náklady na služby souvisí jednak s růstem firmy (nové pobočky = nové náklady na nájem a náklady spojené s nájmem, více zaměstnanců = větší náklady na internet, telefony, školení a další náklady), ale hlavně s rostoucími tržbami rostou náklady na subdodávky – největší položka ve službách.

Dřív, než bude vytvořena analýza kapitálové struktury zkoumaného podniku, je potřeba stručně charakterizovat odvětví, ve kterém společnost působí. Odvětví je dle Landy

a Poláka (2008) určeno jako souhrn podniků s analogickým nebo stejným předmětem činnosti. S ohledem na statistiky zpracované Českým statistickým úřadem je vhodné při určování odvětví vycházet ze známé odvětvové klasifikace ekonomických činností, která se v současnosti používá pod označením CZ-NACE. V České republice je tato klasifikace se používá od roku 2008.

Poněvadž společnost Energy Benefit Centre a.s. je začleněna do několika odvětví podle Klasifikace CZ-NACE, pro použití v rámci této diplomové práce byla vybrána a použita převažující oblast - **71 – Architektonické a inženýrské činnosti; technické zkoušky a analýzy**, do které se řadí skupina 71.1 – Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství (ČSÚ), **protože ta patří mezi hlavní činnosti podniku (ČSÚ)**.

4.2 Finanční analýza

Jedna z metod, kterou je možné použít pro finanční řízení a analýzu kapitálové struktury – je analýza finančního zdraví společnosti pomocí určitých finančních ukazatelů, jako jsou absolutní, poměrové a rozdílové ukazatele. Budou aplikovány přizpůsobené metody jako je vertikální a horizontální analýza pasiv. Následně bude provedena analýza poměrových ukazatelů a poté budou výsledky srovnány s výsledky odvětví, ve kterém firma působí. Hodnoty odvětví byly převzaty z finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky pro odvětví 71 – Architektonické a inženýrské činnosti, ve kterém podniká zkoumaný podnik a kam je zařazen podle klasifikace CZ-NACE. Tato data jsou ale k dispozici ke dni zpracování pouze do roku 2019. Podle vysvětlení MPO dochází ke změně metodiky výpočtů finančních ukazatelů v návaznosti na zrušení statistického výkazu P3-04 od ČSÚ a nahrazením údajů z tohoto výkazu hlavně z databáze národních účtů ČSÚ. Také bude proveden výpočet čistého pracovního kapitálu. Vstupní data potřebná k této analýze jsou získána z výročních zpráv firmy – rozvahy a výkazu zisků a ztrát, které jsou veřejně dostupné na webových stránkách obchodního rejstříku (Justice.cz). Následující vstupní data, která jsou potřebná k výpočtům, jsou čerpána z webových stránek MPO (Ministerstva průmyslu a obchodu) a ČSÚ (Českého statistického úřadu).

4.2.1 Absolutní ukazatele

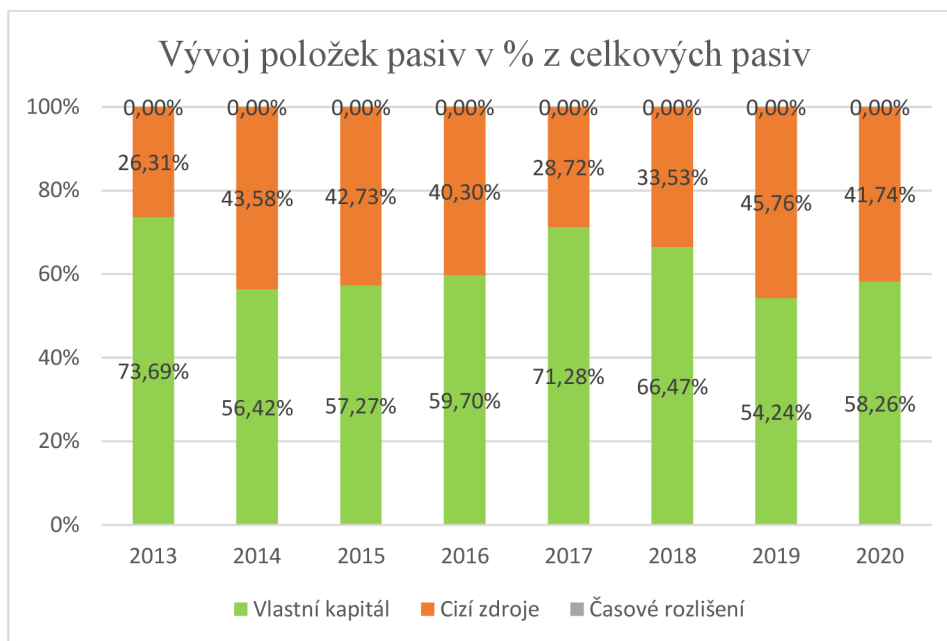
Vstupní údaje pro výpočet analýzy absolutních ukazatelů jsou převzaty z účetního výkazu Rozvahy, které jsou obsaženy v příloze č. 1.

4.2.1.1 Vertikální analýza

Vertikální analýza pasiv zkoumá změny procentuálních podílů jednotlivých položek pasiv firmy Energy Benefit Centre a.s. Jejím úkolem je podrobně analyzovat složky a poskytnout komplexní přehled o poměru vlastního kapitálu k cizímu. Výsledné hodnoty jsou porovnány v rámci podniku meziročně, ale také s hodnotami v odvětví. Srovnány s odvětvím jsou pouze roky 2013–2019, protože data za rok 2020 ještě nebyla zveřejněna. Pro účely této práce bude relevantní zejména obrátit pozornost jen na stranu pasiv. Celkovou vertikální analýzu aktiv a pasiv organizace Energy Benefit Centre a.s. (dále EBC, a.s.) lze nalézt v příloze č. 3 a č.5.

Z grafu č. 6, který byl vytvořen na základě výpočtů podle vzorce č. 14, je patrné, že společnost po celou dobu zkoumaného období 2013–2020 využívala převážně vlastní kapitál a ten dosáhl nejvyššího podílu v roce 2013 a 2017, kdy přesáhl 70 %. Nejvyšší podíl cizího kapitálu byl zaznamenán v letech 2014–2016 a 2019–2020 a tvořil více než 40 %. Tento fakt lze vysvětlit tím, že v roce 2014 byla vytvořena účetní rezerva, která tvořila velkou část cizích zdrojů v letech 2014 až 2016 a byla vytvořena kvůli předpokládaným zvýšeným nákladům v dalších letech v souvislosti s plánovaným otevřením nových poboček, a v roce 2017 byla rozpuštěna. V roce 2019 byl tento podíl způsoben úvěrem v hodnotě 9 153 tis. Kč. a v roce 2020 – úvěrem 7 119 tis. Kč. Časové rozlišení za celé sledované období tvoří 0, je to položka pasiv kde se náklady a výnosy účtují do období s nimiž časově a věcně souvisí.

Graf 6 Vývoj položek pasiv podniku EBC, a.s. v % z celkových pasiv za období let 2013 – 2020

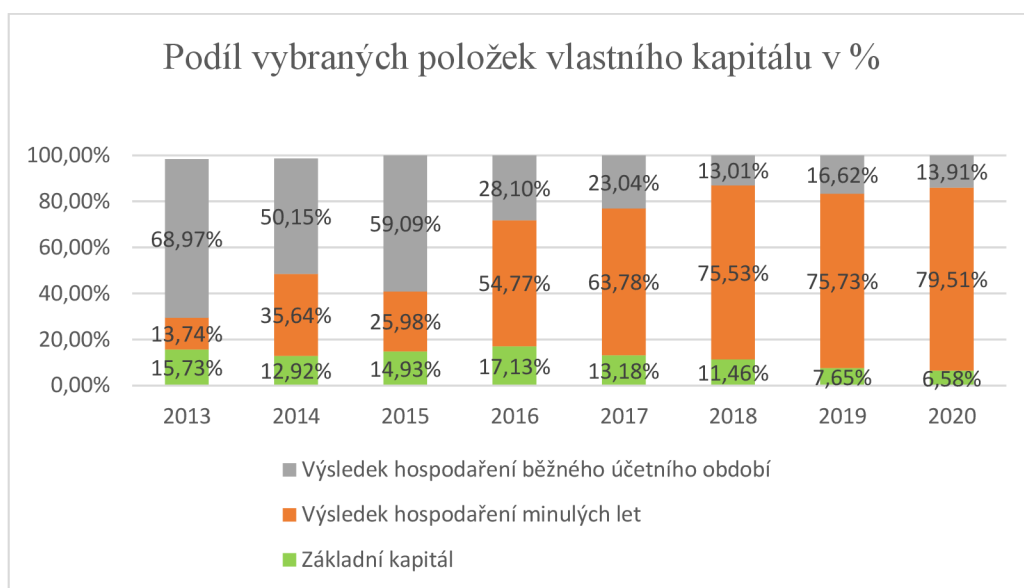


Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Na grafu č. 7 je znázorněn podíl vybraných položek vlastního kapitálu a je vidět, že největší část v letech 2013 až 2015 tvoří výsledek hospodaření běžného účetního období a v letech 2016 až 2020 – výsledek hospodaření minulých let.

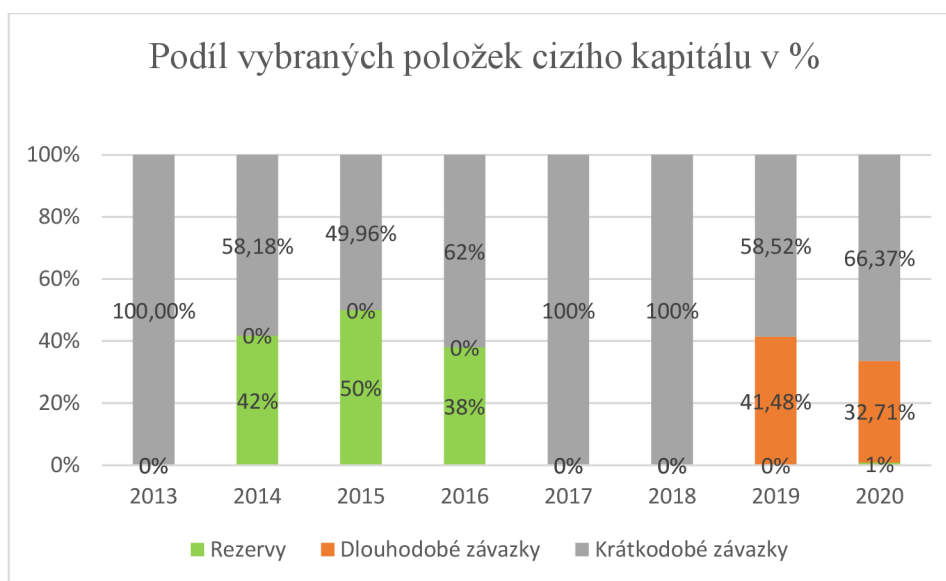
Největší podíl měl výsledek hospodaření minulých let v roce 2020, a to 79,51 % a skládá se z nerozděleného zisku minulých let. Nejmenší položku vlastního kapitálu od roku 2014 tvoří základní kapitál, který podnik vykazuje za celé období ve výši 2 000 tis. Kč. Základní kapitál společnosti tvoří 200 ks kmenových akcií na jméno. Za období 2013–2020 společnost nevydala žádné akcie.

Graf 7 Podíl vybraných položek vlastního kapitálu podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Graf 8 Podíl vybraných položek cizího kapitálu podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020

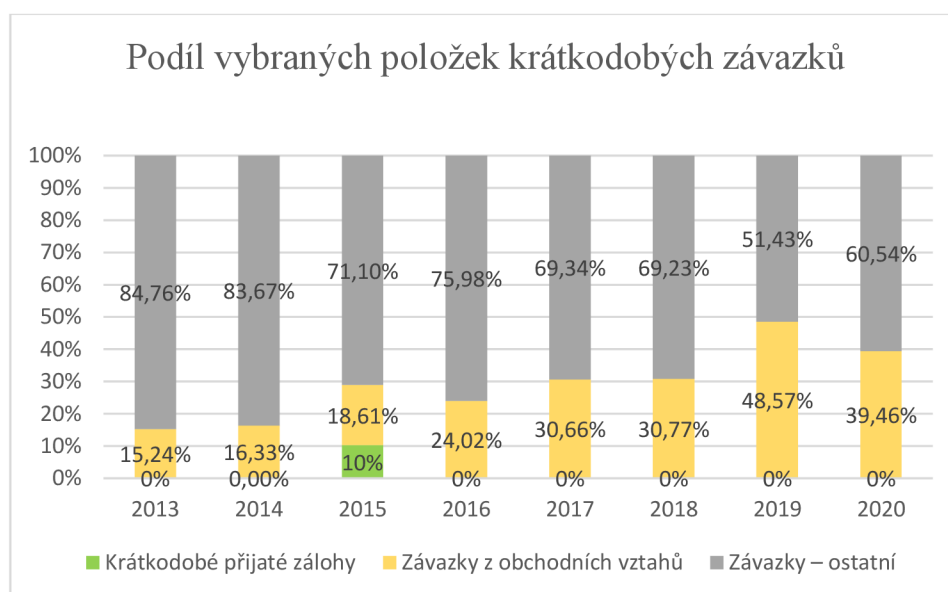


Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Na výše uvedeném grafu č. 8 lze vidět, že cizí zdroje se ve společnosti EBC, a.s. za sledované období skládají převážně z krátkodobých závazků. V letech 2014–2016 se k nim přidaly rezervy, které tvořily velkou část cizích zdrojů, v roce 2020 se také objevují rezervy, ale pouze v rozměru 1 %. Účetní rezerva byla vytvořena v roce 2014 kvůli předpokládaným zvýšeným nákladům v dalších letech, v souvislosti s plánovaným otevřením nových poboček. V roce 2015 rezervy tvořily 50 % z cizích zdrojů a po otevření nových poboček

byly v letech 2016 a 2017 rozpuštěny. Během sledovaného období společnost EBC, a.s. nevyužívala dlouhodobé závazky až do roku 2019, ale v tomto roce (2019) vytvořily více než 40 % cizího kapitálu. V letech 2013, 2017 a 2018 cizí kapitál je zcela tvořen krátkodobými závazky (100 %). Krátkodobé závazky firmy vyplývají ze závazků z obchodních vztahů, vůči zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňových závazků a dotace vůči státu a dohadných účtů pasivních a jiných závazků. Největší podíl u krátkodobých závazků (vždy přes 50 %) má položka pasiv „Ostatní závazky“, v roce 2013 byla maximální a tvořila téměř 85 % (viz. graf. č. 9). Další podstatnou položkou krátkodobých závazků jsou závazky z obchodních vztahů, podíl této položky byl největší v roce 2019 – 48,57 %. U krátkodobých závazků v roce 2015 byly zaznamenány krátkodobé přijaté zálohy ve výši 10 %. Společnost za celou analyzovanou dobu nemá žádné krátkodobé závazky k úvěrovým institucím. Celkovou vertikální analýzu krátkodobých závazků firmy EBC, a.s. lze nalézt v příloze č.6.

Graf 9 Podíl vybraných položek krátkodobých závazků podniku EBC, a.s. v % za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

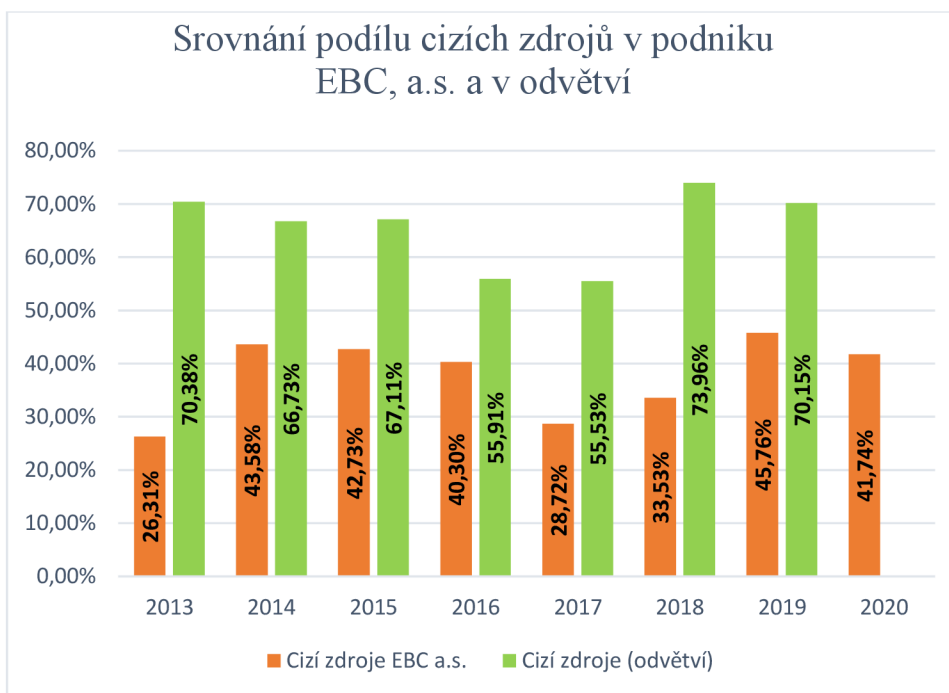
Jak z číselného poměru, tak z grafu č. 10 a č. 11 vyjadřujících poměr cizích a vlastních zdrojů na celkových pasivech v % v odvětví a podniku EBC, a.s., je patrné, že společnost EBC, a.s. se diametrálně liší ve struktuře cizích a vlastních zdrojů oproti odvětví, ve kterém podniká. Na grafu č. 11 je také vidět, že se podniky v odvětví, ve kterém firma podniká, v letech 2016 a 2017 snažili využívat více vlastního kapitálu než v předchozích

obdobích, a proto se hodnoty podílu vlastního kapitálu podniku EBC, a.s. nejvíce podobají odvětví v roce 2016.

Významnější rozdíl lze také vidět v letech 2013 a 2018, kdy podnik měl výrazně vyšší poměr vlastního kapitálu oproti odvětví (v obou případech přes 40 %) a logicky i nižší poměr kapitálu cizího. Ve struktuře cizího kapitálu v rámci odvětví lze vidět od začátku sledovaného období pomalý pokles cizích zdrojů, ale jen do roku 2017. Během celého časového rozmezí podniky v odvětví upřednostňovaly cizí zdroje před vlastními oproti společnosti EBC, a.s. Vzhledem k tomu, že data za rok 2020 na MPO nejsou k dispozici, porovnání v tomto roce není možné.

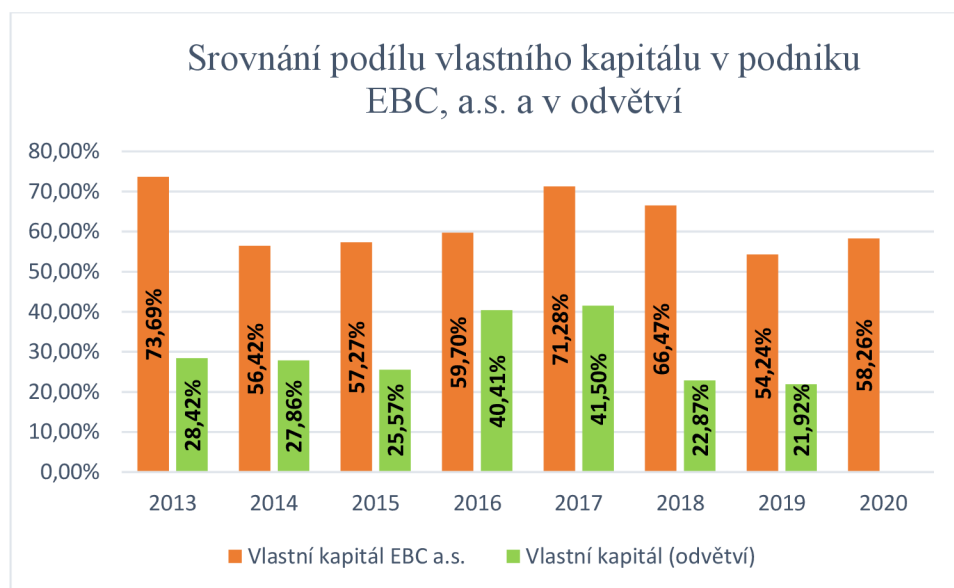
Nutno však podotknout, že z pohledu struktury zdrojů se podnik liší od výsledků dosahovaných odvětvím. Tato teze vyvolává otázku, jestli je tato rozdílnost způsobena nastavením kapitálové struktury podniku jiným způsobem než ve svém odvětví, a jestli je tento způsob efektivní. Odpověď na tuto otázku bude zřejmá teprve po určení minimálních průměrných nákladů na kapitál a po uskutečnění optimalizace kapitálové struktury.

Graf 10 Srovnání poměru cizích zdrojů na celkových pasivech v % v odvětví a podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Graf 11 Srovnání poměru vlastního kapitálu na celkových pasivech v % v odvětví a podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

4.2.1.2 Horizontální analýza

V horizontální analýze se eviduje vývoj hodnot v jednotlivých položkách v časové řadě. Pro posouzení optimální kapitálové struktury, tato podkapitola bude se detailněji věnovat jenom straně pasiv. Horizontální analýza byla vypracována pomocí vzorců č. 12 a č. 13. Horizontální analýza aktiv je uvedena v příloze č. 7.

Tabulka 8 Horizontální analýza pasiv podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

Energy Benefit Centre a.s.	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016	2018/2017	2019/2018	2020/2019
	změna %	změna %	změna %	změna %	změna %	změna %	změna %
PASIVA CELKEM	58,98%	-14,75%	-16,37%	8,84%	23,27%	83,72%	8,13%
Vlastní kapitál	21,72%	-13,46%	-12,82%	29,95%	14,95%	49,91%	16,15%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	0,00%	-100,00%	-	-	-	-	-
Výsledek hospodaření minulých let	215,80%	-36,92%	83,79%	51,33%	36,13%	50,31%	21,95%
Výsledek hospodaření běžného úč. období	-11,49%	1,97%	-58,54%	6,55%	-35,12%	91,58%	-2,83%
Rozhodnuto o zál. výplatě podílu na zisku	-	-	-	-	-	-	-
Cizí zdroje	163,35%	-16,42%	-21,11%	-22,43%	43,92%	150,72%	-1,37%
Rezervy	-	0,00%	-40,00%	-100,00%	-	-	-
Závazky	53,22%	-28,22%	-2,20%	25,23%	43,92%	150,72%	-2,28%
Dlouhodobé závazky	-	-	-	-	-	-	-22,22%
Krátkodobé závazky	53,22%	-28,22%	-2,20%	25,23%	43,92%	46,72%	11,86%
Závazky k úvěrovým institucím	-	-	-	-	-	-	-
Krátkodobé přijaté zálohy	-	-	-100,00%	-	-	-	-
Závazky z obchodních vztahů	64,16%	-18,22%	26,26%	59,85%	44,43%	131,61%	-9,12%
Závazky – ostatní	51,25%	-39,00%	4,51%	14,29%	43,70%	8,99%	31,67%
Časové rozlišení	-	-	-	-	-	-	-

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Předchozí tabulka č. 8 ukazuje hlavní změny během sledovaného období. Celkové výpočty horizontální analýzy jsou uvedené v přílohách č. 7 a č. 8. Na základě tabulky č. 8 lze vypořádat, že položka pasiva má kolísavý charakter a největší rozdíl vykazuje v období 2015/2014, kdy oproti předchozímu období poklesla o 14,75 % a v období 2019/2018 kdy tedy meziročně vzrostla o 83,72 %. Příčinou růstu pasiv v roce 2019 oproti roku 2018 bylo to, že došlo k výraznému zvýšení vlastního kapitálu o 21 972 tis. Kč a cizích zdrojů o 13 265 tis. Kč. U položky pasiv v dalších obdobích už nejsou rozdíly tak velké. Z horizontální analýzy je možné také vidět, že v roce 2015 byly vyčerpány fondy ze zisku na 100 % a to bylo jednou z příčin poklesu vlastního kapitálu v roce 2015 o 13,46 %. Ten pokles byl také zapříčiněn poklesem VH minulých let o 36,92 % v tomto roce (2015). Nejvyšší procentuální nárůst oproti předchozímu období je zaregistrován u výsledku hospodaření minulých let v roce 2014, a to o 215,80 % oproti roku 2013, z důvodu, že nebyl zisk vyplacen akcionářům a ten disponibilní zisk byl převeden z předchozího účetního období. Vysoká procentuální změna 91,58 % je zaznamenána ve výsledku hospodaření běžného účetního období v letech 2018–2019. Výkyvy u cizích zdrojů také mají dopad na kolísání položky pasiv. V roce 2014 u cizích zdrojů došlo k nárůstu o 163,35 %, na tuto změnu měly vliv rezervy z roku 2014 v hodnotě 5000 tis. Kč, které vznikly kvůli předpokládaným zvýšeným nákladům v dalších letech v souvislosti s plánovaným otevřením nových poboček. Po otevření nových poboček lze pozorovat nejdříve snížení rezervy o 40 % (o 2 000 tis. Kč) v roce 2016, a poté v roce 2017 vyčerpání zcela na 100 % (snížení v roce 2017 o 3 000 tis. Kč), kdy byla rezerva rozpuštěna. Poté v roce 2019 výrazně narostly cizí zdroje oproti roku 2018 o více než 150 %. V tomto roce to bylo způsobeno čerpáním dlouhodobého úvěru a nárůstem závazků o 13 265 tis. Kč. Dalším důvodem nárůstu u cizích zdrojů v roce 2019 bylo to, že v roce 2019 vzrostly závazky z obchodních vztahů o 131,61 %. Výše závazků souvisí jednak s růstem firmy (nové pobočky), ale hlavně s rostoucími tržbami (vyšší subdodávky). V roce 2020 se však dlouhodobý úvěr snížil o 2 034 tis. Kč a závazky z obchodních vztahů klesly o 572 tis. Kč.

4.2.2 Poměrové ukazatele

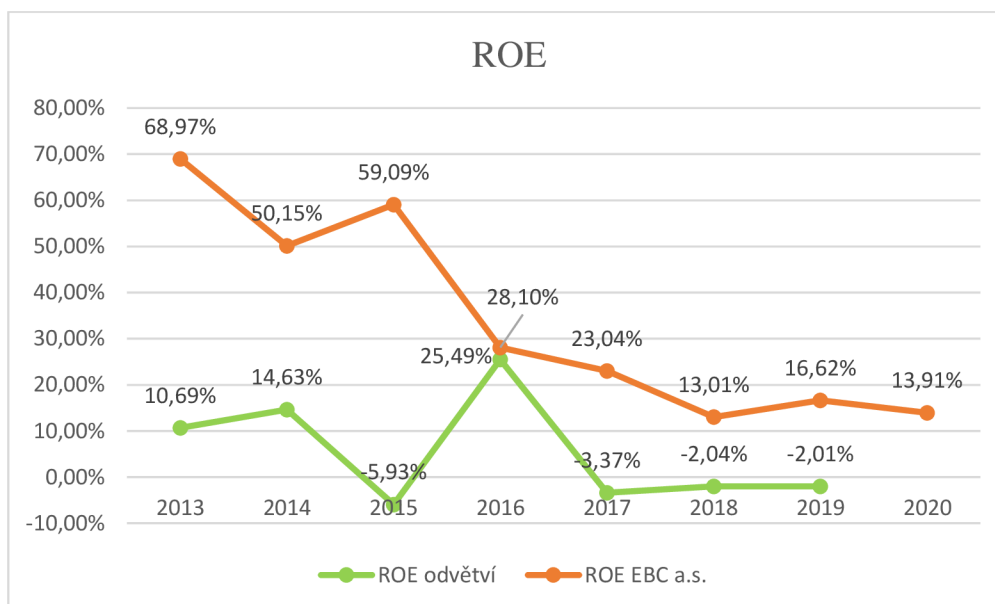
Pro posouzení efektivity podniku je důležité posoudit nejen absolutní ukazatele, ale také jeho vztah k použitým zdrojům, tj. efektivitu využití těchto zdrojů. Proto se další podkapitola bude věnovat analýze efektivity činnosti společnosti Energy Benefit Centre a.s. na základě posouzení ukazatelů rentability, zadluženosti a likvidity podniku.

4.2.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability označují ziskovost podniku, efektivitu ekonomické činnosti a účinnost využívání finančních prostředků nebo jiných zdrojů. Ukazatele dávají společnosti přehled o tom, kolik zisku vychází za jednotku investovaných peněžních prostředků. Základy pro výpočty rentability jsou uvedeny v přílohách č. 9 a č. 10. Rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita aktiv byly vypočítány podle vzorců č. 16 a č. 15.

Rentabilita vlastního kapitálu ukazuje, kolik čistého zisku se dostává na 1 Kč kapitálu vloženého akcionářem. Při analýze výkonnosti podniku rentabilita vlastního kapitálu zajímá nejvíce vlastníky, jelikož ukazuje, jak efektivně firma využívá vlastní kapitál. Hodnota tohoto ukazatele by měla růst v čase.

Graf 12 Rentabilita vlastního kapitálu v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

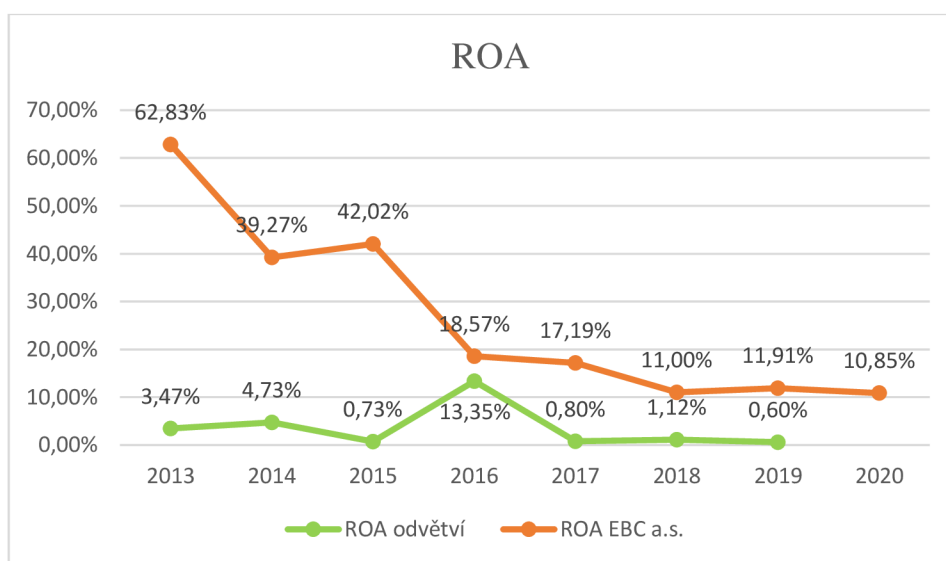
Na výše uvedeném grafu č. 12 je znázorněna rentabilita vlastního kapitálu podniku EBC, a.s. a odvětví, ve kterém podnik působí. Na první pohled je vidět, že hodnoty společnosti jsou nad průměrnými hodnotami odvětví, ale rentabilita podniku měla od roku 2015 klesající trend, a to až do roku 2018. První pokles v roce 2014 byl způsoben hlavně tím, že došlo k růstu podílu vlastního kapitálu v poměru k celkovému kapitálu podniku a poklesu EAT. Vysoká hodnota ROE v roce 2015 byla způsobena snížením vlastního kapitálu. Největší pokles rentability vlastního kapitálu v podniku byl zaznamenán v roce 2016, kdy došlo k poklesu tohoto ukazatele na 28,10 % tedy téměř o 30 %. Následkem tohoto

velkého poklesu bylo snížení čistého zisku EAT z 7 916 tis. Kč za rok 2015 na 3 282 tis. Kč, to bylo způsobeno 2,4krát nižší hodnotou výsledku hospodaření. Důvodem poklesu výsledku hospodaření, byl 2,6krát nižší provozní výsledek hospodaření, který byl ovlivněn hlavně rozdílem ve velkých službách a také mzdovými náklady v roce 2016 oproti roku 2015. Tyto rostoucí hodnoty souvisí s růstem firmy (otevření pobočky). Také z grafu č. 12 je vidět, že významný pokles byl v roce 2018, což bylo způsobeno mimo jiné tím, že od roku 2016 postupně narůstal vlastní kapitál do konce zkoumaného období (viz. příloha č. 9). Čistý zisk se v roce 2019 také zvýšil, výsledkem čehož bylo i zvýšení rentability vlastního kapitálu podniku. V roce 2020 ale zase došlo ke snížení čistého zisku, proto na grafu č. 12 lze pozorovat malý pokles. Co se týká odvětví, hodnoty ROE mají kolísavou tendenci a v některých letech dokonce vykazují záporné hodnoty. V roce 2016 je rentabilita vlastního kapitálu (ROE) odvětví a společnosti podobná a na grafu č. 12 lze vidět, že hodnoty ROE odvětví a podniku se téměř potkávají v jednom bodu. Data pro odvětví za rok 2020 na MPO nejsou k dispozici.

Závěrem lze říci, že analyzovaný podnik dosahuje významně vyšších hodnot rentability vlastního kapitálu ve srovnání s odvětvím, což je pozitivní výsledek pro hodnocení kapitálové efektivity.

Rentabilita aktiv poměřuje zisk podniku s celkovými aktivy vloženými do podnikání a určuje celkovou výnosnost firmy. Dle finanční teorie měl by být ukazatel ROA menší než ukazatel ROE.

Graf 13 Rentabilita aktiv v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Graf č. 13 znázorňuje ukazatele ROA podniku a odvětví. Z grafu lze pozorovat opačnost sledovaných hodnot vzhledem k odvětví. V době, kdy podnik dosahoval vyšších hodnot, odvětví naopak dosahovalo nižších hodnot a naopak, kdy odvětví mělo největší vzrůst ROA v roce 2016, analyzovaná společnost měla jeden z největších poklesů ROA za celé sledované období. Tento prudký pokles byl způsoben změnou ve výsledku hospodaření před zdaněním, který v roce 2016 dosáhl 2,7krát nižší hodnoty než v roce 2015 a důvodem byl 2,6krát nižší provozní výsledek hospodaření. Provozní výsledek hospodaření byl ovlivněn hlavně rozdílem ve velké výkonové spotřebě v roce 2016 oproti roku předchozímu a také mzdovými náklady, které vzrostly vzhledem k rozšíření pracovního týmu. Největší pokles rentability aktiv byl zaznamenán mezi lety 2014 a 2013, hodnoty ROA klesly kvůli nárůstu položky oběžných aktiv a tím pádem i aktiv celkem. Vývoj ukazatele ROA zkoumaného podniku má v čase obecně klesající trend do roku 2018. V roce 2019 rentabilita aktiv podniku i ukazatel ROE rostou, ale v roce 2020 má opět pokles kvůli snížení EBIT a zvýšení hodnoty aktiv společnosti. Lze pozorovat, že za celé sledované období hodnota ukazatele ROA je nižší než hodnota ukazatele ROE, takový trend je pozitivní informací vzhledem k finanční teorii, protože finanční páka působí pozitivně a podnik efektivně používá cizí zdroje.

V porovnání s odvětvím lze vidět, že společnost dosahovala velmi nadprůměrných hodnot, stejně jako v případě ukazatele ROE. Ukazatel ROA v odvětví mezi roky 2013–2017 kolísá, ale od roku 2017 ukazuje určité ustálení, což svědčí o větší stabilitě na trhu. Data z odvětví za rok 2020 zase nejsou k dispozici.

4.2.2.2 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti znázorňují vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování společnosti, jak společnost využívá k financování cizí zdroje a měří rozsah, v jakém podnik používá k financování dluhy (tedy zadluženost podniku). Dluh však není jen negativní charakteristikou společnosti. Jeho růst může přispět k celkové rentabilitě a tedy i k vyšší tržní hodnotě podniku, ale zároveň zvyšuje riziko finanční nestability. Základy pro výpočty jsou uvedeny v příloze č. 11. Ukazatele zadluženosti byly vypočítány podle vzorce č. 21, č. 22, a č. 23.

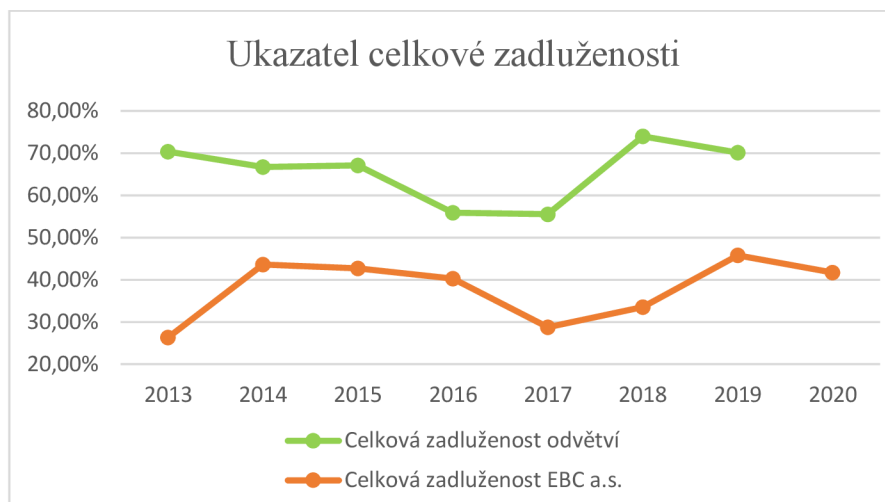
Tabulka 9 Koefficient celkové zadluženosti v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Celková zadluženost EBC a.s.	26,31%	43,58%	42,73%	40,30%	28,72%	33,53%	45,76%	41,74%
Celková zadluženost odvětví	70,38%	66,73%	67,11%	55,91%	55,53%	73,96%	70,15%	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Ukazatel celkové zadluženosti (ukazatele věřitelského rizika) vyjadřuje z kolika procent jsou celková aktiva financována cizím kapitálem. Nevysoká míra celkové zadluženosti je pozitivní informací pro věřitele, protože firma není ohrožena rizikem, ale pro majitele firmy to znamená nižší ziskovost, protože cizí kapitál může přinášet nové zdroje do podniku. Optimální hodnoty pro tento ukazatel by se měly pohybovat kolem 30 – 60 %. Jak lze vidět z tabulky č. 9 hodnoty celkové zadluženosti firmy se nachází v optimálním rozmezí, kromě roků 2013 a 2017, kdy celková zadluženost firmy byla nižší doporučeného intervalu. Již při zpracování vertikální analýzy bylo upozorněno na to, že po celou sledovanou dobu společnost neměla žádné krátkodobé závazky k úvěrovým institucím, dlouhodobý závazek k úvěrovým institucím vznikl teprve v roce 2019. Tento dlouhodobý úvěr byl pořízen na nákup dlouhodobého hmotného majetku a v tomto roce byla otevřena nová pobočka v Českých Budějovicích. Analyzovaný podnik je významně méně zadlužený než firmy v odvětví, jak lze vidět na grafu č. 14. Celková zadluženost v odvětví se pohybuje na horní hranici doporučeného intervalu, nebo tuto hranici v některých letech překračuje cca o 10 %. Hodnoty celkové zadluženosti podniku v 2014 roce vzrostly o 17 %, což bylo způsobeno tím, že v tomto roce se zvýšil cizí kapitál v důsledku vytvoření účetní rezervy během účetního období. V roce 2017 zadluženost podniku zase klesla pod doporučovanou hranici jelikož se snížila hodnota cizího kapitálu, ale celková aktiva společnosti vzrostla. V roce 2018 se celková zadluženost podniku pohybovala na dolní hranici doporučeného intervalu, tedy kolem 30 %. Ale v roce 2019 celková zadluženost firmy zase vzrostla v důsledku půjčky, jak již bylo zmíněno výše a společnost měla nejvyšší ukazatel celkové zadluženosti, který dosahoval hodnoty 45,76 %. V roce 2020 však tento ukazatel zase poklesl v důsledku snížení hodnoty závazků.

Graf 14 Koeficient celkové zadluženosti v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

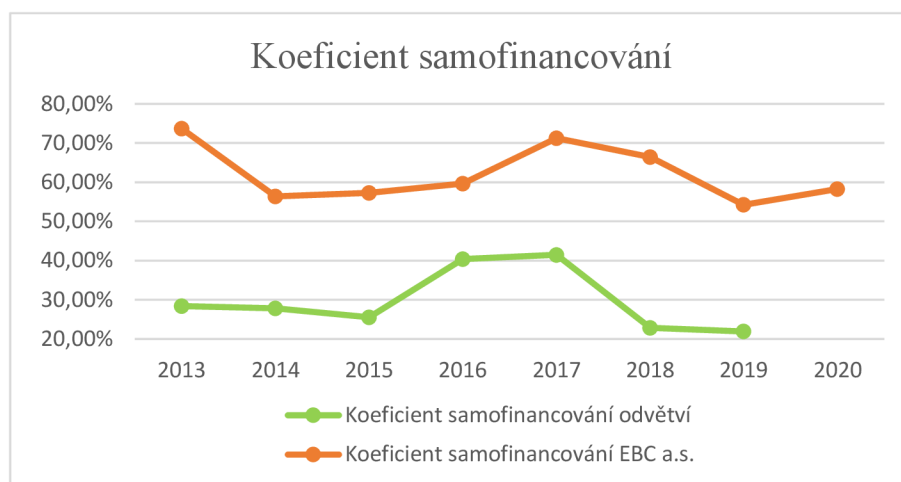


Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Koeficient samofinancování je doplňkovým ukazatelem k celkové zadluženosti, který sleduje financování společnosti z vlastních prostředků. Součet koeficientů celkové zadluženosti a samofinancování by měl dát dohromady hodnotu 1. Z tabulky č. 10 je zřejmé, že podnik financoval svoji činnost především z vlastních zdrojů. Nejvyšší hodnota koeficientu samofinancování byla zaznamenána v roce 2013 (73,69 %), od té doby do roku 2016 má tento ukazatel klesající vývoj. Protože koeficient samofinancování a celková zadluženost jsou navzájem související, je zřejmé, že pokud koeficient samofinancování společnosti EBC, a.s. roste, celková zadluženost společnosti by měla klesat.

Hodnota koeficientu samofinancování se v odvětví, ve kterém podnik působí, pohybuje mezi 20 – 40 %, je možné tedy jednoznačně konstatovat, že podíl vlastního kapitálu k celkovým aktivům podniku EBC, a.s. je v porovnání s hodnotami odvětví vysoký.

Graf 15 Koefficient samofinancování v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

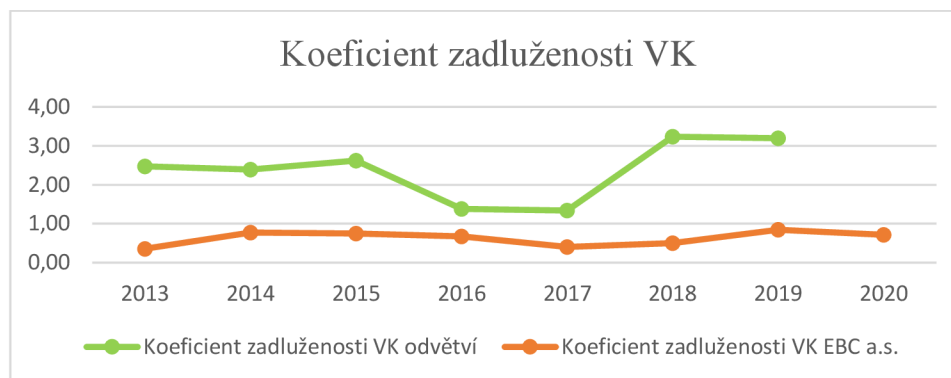
Tabulka 10 Koefficient samofinancování v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Koefficient samofinancování EBC a.s.	73,69%	56,42%	57,27%	59,70%	71,28%	66,47%	54,24%	58,26%
Koefficient samofinancování odvětví	28,42%	27,86%	25,57%	40,41%	41,50%	22,87%	21,92%	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Dalším vybraným ukazatelem zadluženosti je **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu**, který vyjadřuje poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Podnik oproti odvětví má koefficient zadluženosti vlastního kapitálu na velmi nízké úrovni a splňuje doporučenou hodnotu, která se pohybuje v rozmezí 0,80 – 1,20 jen v roce 2019, protože v tomto roce se objevuje dlouhodobý úvěr. V roce 2014 došlo k nárůstu koeficientu zadluženosti vlastního kapitálu, kvůli tomu, že se zvýšily cizí zdroje o 163,35 % oproti minulému roku, v důsledku vytvoření účetní rezervy během účetního období, jak již bylo popsáno výše. Koefficient zadluženosti vlastního kapitálu v odvětví má kolísavý trend a hodnoty odvětví jsou o hodně větší než hodnoty analyzovaného podniku. V roce 2018 bylo dosaženo maxima v odvětví za celé období, které překračuje doporučený interval téměř 3krát, a to bylo způsobeno hlavně dvojnásobným navýšením cizího kapitálu u podniků v odvětví a také snížením vlastního kapitálu v roce 2018 oproti roku 2017.

Graf 16 Koeficient zadluženosti VK v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Tabulka 11 Koeficient zadluženosti VK v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Koeficient zadluženosti VK EBC a.s.	0,36	0,77	0,75	0,68	0,40	0,50	0,84	0,72
Koeficient zadluženosti VK odvětví	2,48	2,40	2,62	1,38	1,34	3,23	3,20	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Úrokové krytí je finanční ukazatel, který obecně pomáhá určit, zda je společnost schopna splácet své dlouhodobé a krátkodobé závazky. Poměr ukazuje, kolikrát zisk před úroky a daněmi převyšuje náklady na placení úroků.

Vývoj ukazatelů úrokového krytí je zobrazen v tabulce č. 12, ze které je na první pohled zřejmé, že analyzovaný podnik měl za celé zkoumané období nulový ukazatel úrokového krytí, s výjimkou let 2016 a 2018–2020, pouze v těchto letech se dalo vypočítat hodnotu v oboru reálných čísel. Ukazatel úrokového krytí dosahuje hodně vysokých hodnot v letech 2016 a 2018, protože podnik neneviduje žádné úvěry od bankovních institucí. V roce 2016 pokryl zisk nákladové úroky 3632x, v roce 2018 – 1444x. Takto vysoké hodnoty vyplývají z toho, že nákladové úroky v roce 2016 byly pouze ve výši 1 000 Kč, a v roce 2018 – 2 000 Kč. Tyto částky jsou velmi nevýznamné, proto by nemusely být zohledněny v této analýze. Pokles ukazatele úrokového krytí v roce 2019 byl způsoben zvýšením nákladových úroků spojených s čerpáním dlouhodobého úvěru, tady pokryl zisk nákladové úroky 24x, což je také uspokojivá hodnota. V roce 2020 pokryl zisk nákladové úroky 23x. Data z

odvětví nebyla bohužel autorce dostupná, protože nebyla zahrnuta do finančních analýz podnikové sféry.

Tabulka 12 Úrokové krytí v podniku za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	10 844	10 773	9 828	3 632	3 660	2 888	5741	5657
Nákladové úroky	0	0	0	1	0	2	242	246
Úrokové krytí EBC a.s.	0	0	0	3632	0	1444	23,72	23,00

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Všechny ukazatele zadluženosti společnosti EBC, a.s. vykazují dobré výsledky a zadluženost firmy je velmi nízká. Hodnoty analyzovaného podniku nejsou podobné s hodnotami odvětví. Pro věřitele by společnost neměla být riziková, protože míra zadluženosti nepřesahuje odvětvové průměry a skoro v každém případě dosahuje hodnot, které jsou doporučeny v literatuře. Z analýzy zadluženosti je patrné, že společnost EBC, a.s. disponuje dostatečným množstvím vlastního kapitálu a využívá konzervativní strategii financování. Společnost může použít i více cizího kapitálu, aniž by jí to ohrozilo, jelikož má dostatečný „finanční polštář“ a zároveň použití cizího kapitálu je o něco levnější než použití kapitálu vlastního.

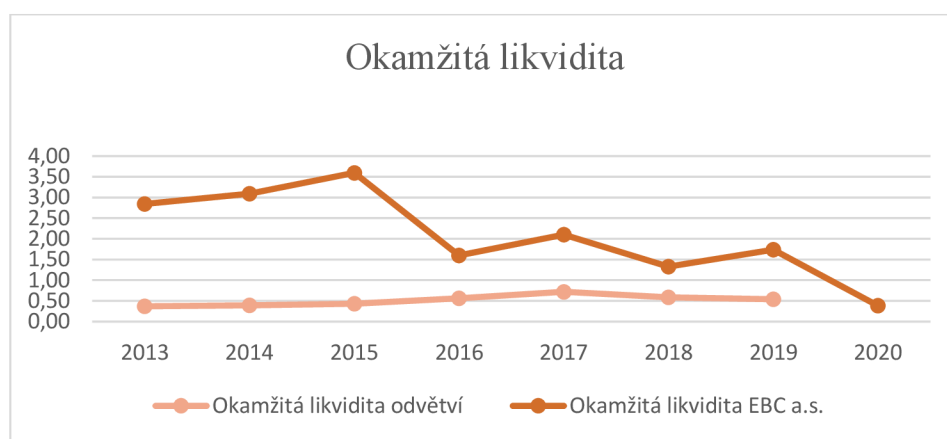
4.2.2.3 Ukazatele likvidity

Na základě studia ukazatelů likvidity aktiv společnosti, lze obvykle posoudit solventnost podniku a zda podnik může skutečně splácet své závazky. Je to také schopnost rychle transformovat aktiva do peněžních prostředků. Analýza likvidity je založena na ukazatelích likvidity okamžité, pohotové a běžné. Základy pro výpočty jsou uvedeny v příloze č. 12. Likvidity byly vypočítány podle vzorce č. 18, 19 a 20.

Ukazatel **okamžitá likvidita**, nebo likvidity I. stupně, sleduje nejlikvidnější prostředky, jeho optimální hodnota se má pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5 podle MPO. Z níže uvedeného grafu č. 17 je zřejmé, že za analyzovanou dobu se hodnoty okamžité likvidity společnosti pohybují mimo doporučený interval, kromě roku 2020, ve kterém hodnota okamžité likvidity dosahuje hodnoty 0,38. Nejblíže se k požadovaným hodnotám společnost přiblížila v roce 2018, kdy hodnota ukazatele okamžité likvidity byla ve výši 0,74.

V porovnání s odvětvím, ve kterém podnik působí, je vidět znatelný rozdíl, společnost dosahuje mnohem horších výsledků než odvětví. Okamžitá likvidita odvětví se pohybuje v intervalu 0,37 – 0,59, což skoro splňuje doporučené hranice, ale s výjimkou roku 2017, kdy hodnota likvidity I. stupně dosáhla výše 0,72. Při posuzování tohoto ukazatele je dobré mít na paměti, že krátkodobé závazky jsou hrazené postupně v průběhu roku, není tedy potřeba mít finanční prostředky na úhradu v jeden moment. Výsledné hodnoty společnosti za celé sledované období se pohybují vysoce nad horní hranicí doporučeného intervalu a to značí, že podnik neefektivně hospodaří se svými finanční prostředky, s výjimkou roku 2020, ve kterém společnost snížila peněžní prostředky téměř 3krát (viz příloha č. 12).

Graf 17 Okamžitá likvidita podniku ve srovnání s odvětvím za období 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Tabulka 13 Hodnoty okamžité likvidity v podniku a odvětví za období let 2013 – 2020

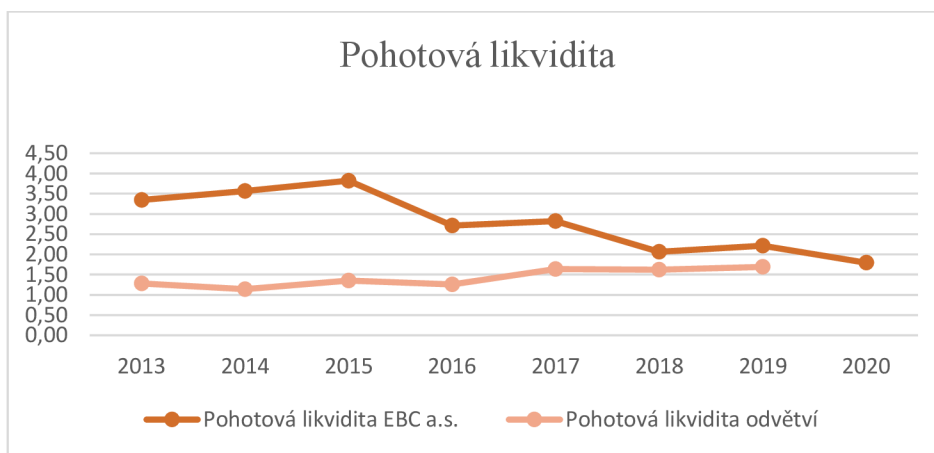
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Okamžitá likvidita EBC a.s.	2,48	2,70	3,17	1,04	1,38	0,74	1,20	0,38
Okamžitá likvidita odvětví	0,37	0,39	0,43	0,56	0,72	0,59	0,54	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Pro **pohotovou likviditu**, nebo likviditu II. stupně je optimální interval podle odborné literatury 1 – 1,5 a zároveň by neměla klesnout pod 1, protože potom by podnik nebyl schopen splatit své krátkodobé závazky bez prodání zásob (nejméně likvidní složka rozvahy), o které jsou oběžná aktiva u pohotové likvidity očištěna.

Jak lze pozorovat z tabulky č. 14, společnost za celé analyzované období se ani jednou nevešla do doporučeného rozmezí 1 – 1,5 a ukazuje daleko vyšší hodnoty tohoto ukazatele, než je doporučený interval. Vysoké hodnoty pohotové likvidity naznačují, že firma neefektivně využívá vložené finanční prostředky a vysokou likviditou je tak de facto snižována rentabilita firmy. Od roku 2016 byl zaznamenán pokles pohotové likvidity firmy EBC, a.s. a důvodem je především nárůst položky zásob oproti roku 2015. V roce 2020 lze pozorovat pokles hodnoty likvidity II. stupně a největší přiblížení k doporučené hodnotě, a to hlavně z důvodu navýšení položky zásob v tomto roce. V rámci odvětví podle tabulky č. 14 lze vidět, že odvětví splňuje doporučené hodnoty pouze do roku 2016, pak se hodnoty likvidity II. stupně nachází nad horní hranicí optimálního rozmezí, toto bylo způsobeno snížením množství krátkodobých závazků skoro o 40 %.

Graf 18 Pohotová likvidita v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Tabulka 14 Hodnoty pohotové likvidity v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pohotová likvidita EBC a.s.	3,35	3,56	3,82	2,71	2,82	2,06	2,21	1,79
Pohotová likvidita odvětví	1,28	1,14	1,35	1,26	1,64	1,62	1,69	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

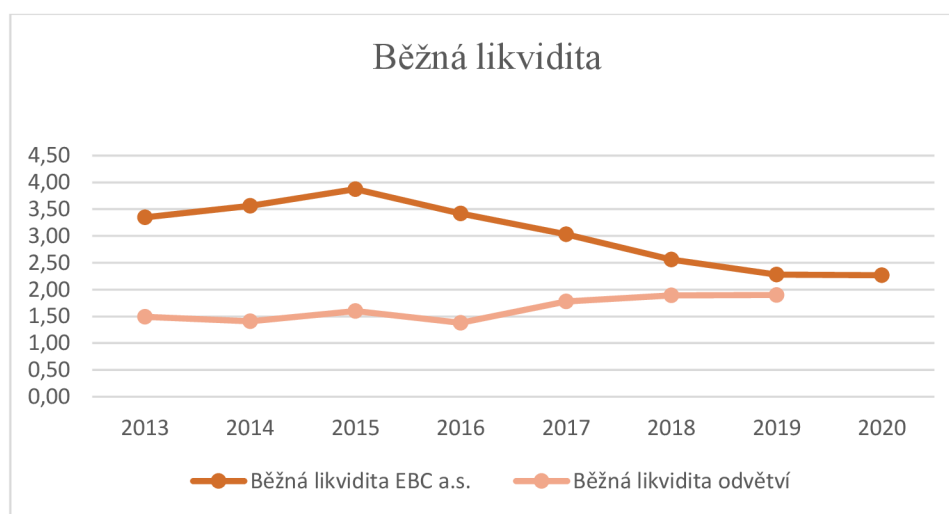
Běžná likvidita, nebo také likvidita III. stupně by se podle odborné literatury měla pohybovat v intervalu 1,5 – 2,5. Poměr odráží schopnost společnosti splácet krátkodobé závazky pouze oběžnými aktivy.

Z níže uvedené tabulky č. 15 je patrné, že do tohoto rozhraní z celého zkoumaného období spadají roky 2018 s likviditou 2,56, která je na hranici doporučených hodnot a 2019–2020, které odpovídají doporučením. V ostatních letech se nachází nad doporučovanou hranicí, a to proto, že oběžný majetek společnosti je velmi vysoký oproti krátkodobým závazkům. Naopak, hodnoty odvětví se pohybují v doporučené hranici 1,5 – 2,5 a pod tuto úroveň klesly mírně, což vypovídá o tom, že společnosti v odvětví mají pravděpodobně dobré platební schopnosti s hrazením svých závazků. Data z odvětví za rok 2020 nebyla bohužel autorce dostupná, protože data na MPO za tento rok nejsou k dispozici.

Vysoké hodnoty, stejně jako u okamžité a pohotové likvidity, označují to, že podnik nevyužívá zdroje s dostatečnou efektivitou, drží finanční prostředky na bankovních účtech s nízkým zhodnocením a převážně neřídí dostatečně svoje pohledávky z obchodních vztahů.

Klesající trend u běžné likvidity podniku EBC, a.s., který lze vidět na grafu č. 19, je způsoben tím, že oběžná aktiva rostou rychleji než krátkodobé závazky.

Graf 19 Běžná likvidita v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Tabulka 15 Hodnoty běžné likvidity v odvětví a podniku za období let 2013 – 2020

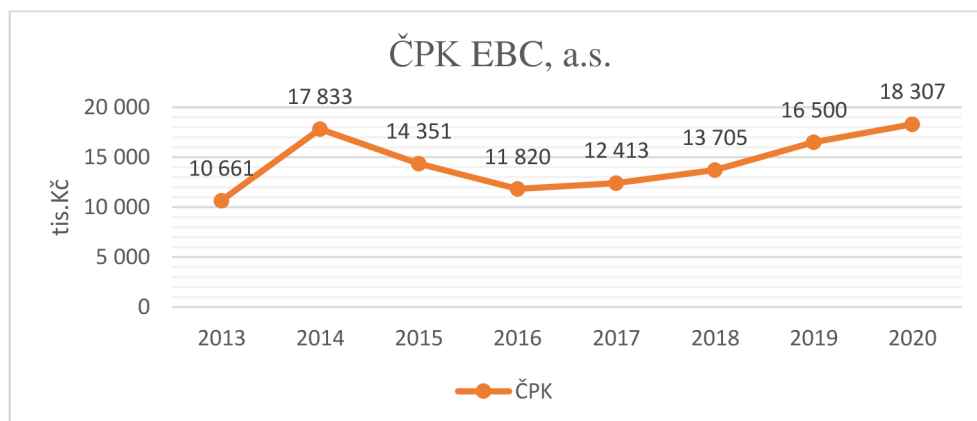
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Běžná likvidita EBC a.s.	3,35	3,56	3,87	3,42	3,03	2,56	2,28	2,27
Běžná likvidita odvětví	1,49	1,41	1,60	1,38	1,78	1,89	1,90	x

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

4.2.3 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál označuje oběžná aktiva po odečtení krátkodobých závazků. Hodnota čistého pracovního kapitálu ukazuje, kolik peněz bude mít společnost po splacení veškerého krátkodobého dluhu. Základy pro výpočty jsou uvedeny v příloze č. 13. Čistý pracovní kapitál byl vypočítán podle vzorce č. 24.

Graf 20 Čistý pracovní kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Vzhledem k předchozí analýze likvidity podniku je možné očekávat, že hodnota čistého pracovního kapitálu (ČPK) bude kladná a docela vysoká, což se potvrzuje. Jak lze vidět z grafu č. 20, za celé sledované období společnost EBC, a.s. měla dostatečný ČPK. Předcházející vypovídá o faktu, že podnik je jen z malého podílu financován krátkodobými závazky a také o jeho finančním zdraví. Společnost tak zároveň omezuje riziko platební neschopnosti. Společnost EBC, a.s. si čistým pracovním kapitálem tvoří jakýsi „finanční polštář“, který v případě nepříznivé události (která by vyžadovala velký odliv finančních zdrojů) umožní společnosti pokračovat v činnosti. Výsledek analyzovaného podniku říká, že firma pro úhradu neplánovaných výdajů má dobrou schopnost, ale oběžná aktiva společnosti jsou kryta dlouhodobými zdroji. Vzhledem k tomu, že podnik EBC, a.s. nečerpá žádné bankovní úvěry do roku 2019 a jeho závazky byly jen krátkodobé také do roku 2019, dlouhodobé zdroje byly tvořeny zejména vlastním kapitálem, který je obvykle pokládán za nejdražší zdroj financování. Z toho lze vyvodit závěr, že společnost je překapitalizována a používá konzervativní způsob financování, který je méně rizikový, ale který je nákladnější.

K velkému nárůstu u ČPK došlo v roce 2014, což bylo způsobeno tím, že se zvýšila oběžná aktiva o 63,07 % oproti minulému roku v návaznosti na zvýšení hodnoty pohledávek. Ale v letech 2015–2016 zase došlo k poklesu ČPK z důvodu snížení hodnoty pohledávek

(rok 2015) a snížení hodnoty položky peněžních prostředků (2016) a tím pádem i oběžných aktiv celkem. Peněžní prostředky v roce 2016 byly použity na otevření nové pobočky v Hradci Králové, což se pak pozitivně promítlo v položce "Tržby z prodeje výrobků a služeb" za rok 2017, protože firma zpracovala větší počet zakázek. V roce 2020 u položky "Tržby z prodeje výrobků a služeb" lze pozorovat pokles, a to z důvodu ukončení spolupráce s některými obchodními partnery a odběrateli. V letech 2017–2020 velikost čistého pracovního kapitálu se neustále roste.

4.3 Analýza kapitálové struktury

Tato kapitola se bude zabývat analýzou kapitálové struktury společnosti Energy Benefit Centre a.s. Podnik bude analyzován z hlediska bilančních pravidel, avšak i z pohledu výpočtu finanční páky a nákladů na vlastní kapitál a cizí kapitál. Také v neposlední řadě bude proveden výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

4.3.1 Finanční páka

Cíl finanční páky spočívá v tom, že za určitých podmínek zvedá výnosnost vlastního kapitálu při použití kapitálu cizího. Moc těsně souvisí s ukazatelem ROE, tedy rentabilitou vlastního kapitálu. V případě, kdy se zvyšuje zisk po zdanění, tudíž zvedá se i ROE a efekt finanční páky má vyšší účinnost. Obráceně, když se zvyšuje množství vlastního kapitálu, tento ukazatel se snižuje. Aby používání finanční páky bylo efektivní, je potřeba aby ROA, tedy rentabilita aktiv, měla hodnotu vyšší než hodnota úrokové míry za použití cizího kapitálu.

Tabulka 16 Výpočet finanční páky podniku. EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva	17 258	27 436	23 389	19 561	21 291	26 246	48 218	52 139
Vlastní kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152	30 376
Finanční páka	1,36	1,77	1,75	1,68	1,40	1,50	1,84	1,72

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

V tabulce č. 17 je porovnáván ukazatel rentability aktiv s úrokovou mírou za použití cizího kapitálu pro samotné hodnocení finanční páky. Finanční páka působí pozitivně, když ROA převyšuje úrokovou míru r_d . Podle tabulky lze vidět, že v každém roce finanční páka působila pozitivně a tzn. že jestli společnost použije cizí kapitál bude to mít za následek zvětšení ziskovosti vlastního kapitálu.

Tabulka 17 Působení finanční páky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	62,83%	39,27%	42,02%	18,57%	17,19%	11,00%	11,91%	10,85%
Náklady na cizí kapitál r_d	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,64%	3,46%
Působení finanční páky	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d	ROA > r_d

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Využití cizích zdrojů je pro společnost vhodné jen v případě, kdy jí přináší víc, než kolik za něj zaplatila. Pokud je index finanční páky ≥ 1 , to je znamení, že je pro společnost výhodné používat cizí zdroje.

Tabulka 18 Index finanční páky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROE	68,97%	50,15%	59,09%	28,10%	23,04%	13,01%	16,62%	13,91%
ROA	62,83%	39,27%	42,02%	18,57%	17,19%	11,00%	11,91%	10,85%
Index finanční páky	1,10	1,28	1,41	1,51	1,34	1,18	1,40	1,28

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

V tabulce č. 18 lze pozorovat, že index finanční páky za celé sledované období je víc než 1, což značí, že je výhodné používat cizí kapitál. Tím že společnost využívá cizí kapitál pouze v rocích 2019 a 2020, připravuje se o výhody, které plynou z finanční páky, čímž může i částečně zpomalovat svůj rozvoj.

4.3.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla slouží pro firmu jako doporučení a také jako jednoduchý nástroj pro kontrolu poměru jednotlivých aktiv a pasiv firmy.

Zlaté pravidlo financování

Níže je vyhodnoceno zlaté bilanční pravidlo, které doporučuje sladit časový horizont využívaného kapitálu a z něho používaného majetku.

Je důležité zmínit, že pokud je poměr dlouhodobých zdrojů, tj. vlastního i dlouhodobého cizího kapitálu a dlouhodobého majetku vyšší než 1, tzn. že podnik je překapitalizován (konzervativní forma financování), pokud je hodnota nižší, než 1 – podnik je podkapitalizován (agresivní forma financování).

Tabulka 19 Zlaté bilanční pravidlo v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý majetek	1 853	2 523	3 281	2 651	2 474	3 291	18 143	18 348
Dlouhodobý kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	35 305	37 495
Poměr dlouhodobého kapitálu a majetku	6,863	6,136	4,083	4,405	6,134	5,301	1,946	2,044

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Vývoj poměru dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu za sledované období 2013–2020 zobrazuje tabulka č. 19. Z ní je zřejmé, že za celé sledované období byl poměr dlouhodobého kapitálu a dlouhodobého majetku vyšší než jedna. Dlouhodobý kapitál převyšuje dlouhodobý majetek za všechny sledované roky a z toho vyplývá, že společnost zlaté bilanční pravidlo dodržuje a je překapitalizována. Vysoké hodnoty poměru však značí, že podnik Energy Benefit Centre a.s. také financuje dlouhodobým kapitálem i oběžný majetek, což není úplně efektivní. Z toho vychází, že společnost používá konzervativní způsob financování i bez ohledu na to, že tento způsob financování vyžaduje vyšší náklady. Ale současně při tomto způsobu financování společnost EBC, a.s. podstupuje nižší riziko, jelikož oběžný majetek jí slouží jako finanční rezerva a v situaci, kdy by došlo k jeho prodeji, získané finanční zdroje může společnost využít pro financování něčeho jiného bez hrozby pro fungování firmy.

Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo doporučuje, aby vlastní kapitál byl větší než cizí zdroje, v krajním případě by se měly hodnoty sobě rovnat.

Tabulka 20 Pravidlo vyrovnání rizika v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vlastní kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152	30 376
Cizí zdroje	4 540	11 956	9 993	7 883	6 115	8 801	22 066	21 763

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Dle výše uvedené tabulky č. 20, která znázorňuje vývoj položek vlastního a cizího kapitálu je vidět, že firma pravidlo vyrovnání rizika splňuje za všechny sledované roky 2013–2020. Podnik má větší množství vlastního kapitálu než cizích zdrojů. Platnost tohoto

pravidla je z části podmíněna tím, že podnik za celou analyzovanou dobu neměl žádný závazek k úvěrovým institucím s výjimkou roků 2019 a 2020, kde je vidět značný vzestup v hodnotách cizího kapitálu.

Pari pravidlo

Pari pravidlo kontroluje vztah dlouhodobých aktiv a vlastního kapitálu a doporučuje, aby stálá aktiva byla plně kryta vlastním kapitálem.

Tabulka 21 Pari pravidlo v podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vlastní kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152	30 376
Dlouhodobý majetek	1 853	2 523	3 281	2 651	2 474	3 291	18 143	18 348

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Výše uvedená tabulka znázorňuje vývoj hodnot vlastního kapitálu a dlouhodobých aktiv. Z tabulky č. 21 lze vidět, že pari pravidlo ve sledovaném období bylo splněno, protože hodnoty dlouhodobého majetku jsou nižší než hodnoty vlastního kapitálu. Zároveň je ale dobré zase zmínit, že analyzovaný podnik EBC, a.s. neměl žádné úvěry s výjimkou roků 2019 a 2020, což pro mnoho firem představuje důvod nedodržení tohoto pravidla. Ale i přesto bylo v rocích 2019 a 2020 pari pravidlo také splněno.

4.3.3 Náklady na kapitál

Náklady na kapitál jsou základní analýzou při hodnocení kapitálové struktury podniku. Jsou významné jak při zvažování optimální kapitálové struktury, tak i při přijímání finančních rozhodnutí a oceňování společnosti jako celku. V této kapitole budou vypočítány náklady na vlastní kapitál, náklady na cizí kapitál a průměrné náklady kapitálu. Vzhledem k tomu, že údaje potřebné pro výpočet vlastních nákladů na kapitál jsou momentálně k dispozici na webu MPO pouze do roku 2019, náklady na vlastní kapitál a tím pádem i průměrné náklady kapitálu budou vypočítány pouze pro období 2013–2019. Nebyly zjištěny žádné podstatné obtíže podniku EBC, a.s. během analýzy finančního zdraví, a proto se neuvazuje o nákladech finanční tísně.

4.3.3.1 Náklady na cizí kapitál

Představují výdaj z užití cizího kapitálu pro společnost, které musí uhradit. Obvykle představují nákladový úrok. Náklady na cizí kapitál byly vypočítány podle vzorce č. 10.

Tabulka 22 Výpočet nákladů na cizí kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2020

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nákladové úroky	0	0	0	1	0	2	242	246
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	9 153	7 119
Náklady na cizí kapitál r_d	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,64%	3,46%

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Tabulka č. 22, která je uvedena výše zobrazuje náklady na cizí kapitál společnosti EBC, a.s. za období 2013–2020. Z tabulky je na první pohled patrné, že společnost za celou analyzovanou dobu, kromě roků 2019 a 2020, neměla žádné úvěry od bankovních institucí. Nákladové úroky podnik vykazoval pouze v roce 2016 pouze ve výši 1 000 Kč, v roce 2018 – 2 000 Kč. V roce 2019 byly nákladové úroky ve výši 242 000 Kč, protože firma čerpá dlouhodobý úvěr ve výši 9 153 tis. Kč od Komerční banky, který by měl být splacen do 10 let, úvěr byl využit na nákup stavby. A v roce 2020 nákladové úroky činily 246 000 Kč. Vzhledem k tomu, že náklady by měly být vypočteny prostřednictvím poměru nákladových úroků a bankovních úvěrů, vyplývá z toho, že za celé analyzované období byly vykázány pouze dvě hodnoty nákladů na cizí kapitál ve výši 2,64 % a 3,46 %. Hodnota z roku 2020 ale nebude použita ve výpočtech průměrných nákladů na kapitál, protože ostatní údaje potřebné k výpočtu jsou momentálně k dispozici pouze do roku 2019. Neboli je logické, že když společnost nečerpá úvěry, neměla by mít žádné náklady na tento druh kapitálu, a proto má tento ukazatel nulové hodnoty v každém roce s výjimkou roků 2019 a 2020. Na základě nulových výsledků může vypadat tak, že firma nedisponuje cizími zdroji v letech 2013–2018, což není úplně tak. Vertikální analýza ukázala, že firma má v průměru cca 62 % vlastního kapitálu a 37 % cizího kapitálu. Cizí zdroje podniku EBC, a.s. tvoří, v průměru za analyzované období, 85 % krátkodobé závazky, které vyplývají ze závazků z obchodních vztahů, zaměstnanců apod., zbytek tvoří rezervy.

4.3.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Další náklady vznikají společnosti v důsledku užívání vlastních zdrojů. Není to tak jednoduché jako u nákladů na cizí kapitál, ale přesto existují různé metody, některé z nich byly popsány v teoretické části. Výpočet bude proveden pomocí stavebnicové metody, dle metodiky MPO, která je popsána v kapitole č. 3.3.1.1.2. Tato metoda je tvořena na základě zachycení co nejvíce dílčích rizikových faktorů. Ale základem je bezriziková sazba cenných papírů (r_f), která je navyšována o rizikovou přírážku (RP). Riziková přírážka se pak sestává

z rizikové přírážky za finanční strukturu ($r_{finstru}$), přírážky za finanční stabilitu ($r_{finstab}$), přírážky za podnikatelské riziko (r_{pod}) a přírážky za velikost podniku či likvidnost akcií (r_{LA}). Jak bylo uvedeno výše, vzhledem k tomu, že údaje potřebné pro výpočet vlastních nákladů na kapitál jsou momentálně k dispozici na MPO pouze do roku 2019, náklady na vlastní kapitál byly vypočítány pouze pro období 2013–2019.

Bezriziková sazba (r_f) je stanovena jako výnos desetiletých státních dluhopisů a pro každý konkrétní rok hodnoty byly dohledány ve zdrojích MPO. Výnosy státních dluhopisů jsou velmi nízké, ale tyto cenné papíry mají nejnižší riziko. Výnosnost těchto státních dluhopisů je možné pokládat za základní prvek výpočtu nákladů vlastního kapitálu. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 23.

Tabulka 23 Bezriziková sazba státních dluhopisů za období let 2013 – 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková sazba r_f	2,26 %	1,58 %	0,58 %	0,48 %	0,98 %	1,98 %	1,55 %

Zdroj: vlastní zpracování dle finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Dalším důležitým prvkem je riziková prémie, která se podle MPO skládá z rizikových přírážek ($r_{finstru}$, $r_{finstab}$, r_{pod} a r_{LA}).

Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) definuje vztahy mezi aktivy a pasivy a jejich životností v návaznosti na likviditu třetího stupně, a podle metodiky MPO platí tedy:

když $L3 \leq XL1$, pak $r_{finstab} = 10 \%$

když $L3 \geq XL2$, pak $r_{finstab} = 0 \%$

když $XL1 < L3 < XL2$, pak $r_{finstab}$ se vypočítá podle vzorce:

$$r_{finstab} = \frac{(XL2-L3)^2}{(XL2-XL1)^2} \cdot 0,1$$

Tabulka 24 Stanovení rizikové přírážky za finanční stabilitu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita L3	3,35	3,56	3,87	3,42	3,03	2,56	2,28
XL1	0,37	0,39	0,43	0,56	0,72	0,59	0,54
XL2	1,28	1,14	1,35	1,26	1,64	1,62	1,69
Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{finstab}$	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní výpočty dle finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Výše uvedená tabulka č. 24 uvádí stanovení rizikové přírážky v letech 2013–2019. Hodnota L3 je hodnota běžné likvidity podniku EBC, a.s. (tabulka č. 11), hodnota XL1 vyjadřuje hodnotu okamžité likvidity odvětví a XL2 – pohotovou likviditu odvětví. Hodnoty, související s odvětvím, byly převzaty z finančních analýz podnikové sféry MPO. Podle metodiky MPO nebylo nutné přírážku $r_{finstab}$ vypočítat, protože jak je vidět z tabulky č. 24 běžná likvidita společnosti dosahovala vyšších hodnot než je průměr likvidity v odvětví, a to jak okamžité, tak i pohotové. Tím pádem v každém roce byla splněna podmínka $L3 \geq XL2$, kdy $r_{finstab} = 0\%$.

Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) je vázaná na velikosti úplatných zdrojů (UZ) ve firmě. Úplatné zdroje jsou vymezeny jako součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Podle metodiky MPO jsou hodnoty stanoveny takto:

- když $UZ \leq 0,1$ mld. Kč pak $(r_{LA}) = 5\%$
- když $UZ \geq 3$ mld. Kč pak $(r_{LA}) = 0\%$
- když $0,1$ mld. Kč $< UZ < 3$ mld. Kč, pak $r_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2}$

Tabulka 25 Stanovení rizikové přírážky za velikost podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vlastní kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0	9153
Dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0
Úplné zdroje podniku	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	35 305
Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA}	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a metodiky MPO (2022)

Z tabulky č. 25 je na první pohled patrné, že výše úplných zdrojů společnosti je v analyzovaném podniku nižší než 100 mil. Kč, a tím pádem byla splněna podmínka $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $(r_{LA}) = 5 \%$. A r_{LA} byla stanovena ve výši 5 % ve všech letech.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{pod} je vázaná na ukazatel produkční síly ($EBIT/Aktiva$), její dostatečnou veličinu a předmět činnosti firmy. Podle metodiky MPO stanovení přírážky za podnikatelské riziko je následující:

$$\frac{EBIT}{A} > \frac{UZ}{A} \cdot UM$$

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM$$

- když $\frac{EBIT}{A} > X1 \rightarrow r_{pod} = \text{minimální hodnota } r_{pod} \text{ v odvětví,}$
- když $\frac{EBIT}{A} < 0 \rightarrow r_{pod} = 10.00 \%,$
- když $0 < \frac{EBIT}{A} < X1 \rightarrow r_{pod} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X1^2} \cdot 0,1$

Tabulka 26 Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aktiva	17 258	27 436	23 389	19 561	21 291	26 246	48 218
EBIT	10 844	10 773	9 828	3 632	3 660	2 888	5 741
Úroková míra	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2,64%
Úplné zdroje podniku	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	35 305
ÚZ/Aktiva	0,737	0,564	0,573	0,597	0,713	0,665	0,732
EBIT/Aktiva	0,628	0,393	0,42	0,186	0,172	0,11	0,119
X1	0	0	0	0	0	0	0,019
Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{pod}	4,11%	3,53%	5,26%	3,31%	5,03%	6,70%	7,48%

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s., metodiky MPO a finančních analýz podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

Ve výše uvedené tabulce č. 26 je znázorněno stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko (r_{pod}) v letech 2013–2019. V tabulce lze vidět, že poměr ukazatele EBIT a hodnot aktiv je větší než hodnota X1 a to za celé zkoumané období, tím pádem byla splněna podmínka, kdy $EBIT/Aktiva > X1$, tak výsledné hodnoty r_{pod} jsou dány minimální hranicí odvětví, ve kterém podnik působí. Minimální hodnoty odvětví byly převzaty z finančních analýz podnikové sféry MPO za jednotlivé roky.

Jako poslední riziková přírážka, která vstupuje do modelu podle MPO, je **přírážka za finanční strukturu** ($r_{finstru}$), která bude vypočítaná podle Kislingerové (2001, s. 201) a vychází z ukazatele úrokového krytí (EBIT/nákladové úroky). Pak hodnota $r_{finstru}$ je omezena následujícím způsobem:

$$r_{finstru} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}}$$

Hodnotu $r_{finstru}$ je potřeba omezit:

- když $\frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} > 3$ pak je $r_{finstru} = 0 \%$
- když $\frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}} < 1$ pak je $r_{finstru} = 10 \%$

v dalších případech se vypočítá jako $r_{finstru} = \frac{(3 - \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}})^2}{40}$

Tabulka 27 Stanovení rizikové přírážky za finanční strukturu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	10 844	10 773	9 828	3 632	3 660	2 888	5 741
Nákladové úroky	0	0	0	1	0	2	242
EBIT/Nákladové úroky	0	0	0	3632	0	1444	23,72
Rizikové přírážky za finanční strukturu $r_{finstru}$	10%	10%	10%	0%	10%	0%	0%

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a metodiky MPO (2022)

Podle údajů z výše uvedené tabulky č. 27, je vidět, že společnost EBC, a.s. vykazovala hodnotu 0 u poměru ukazatele EBIT a nákladových úroků za celé analyzované období, kromě let 2016, 2018 a 2019, tedy ve většině případů platila podmínka, kdy $EBIT/nákladové úroky < 1$. Tím pádem výsledné hodnoty $r_{finstru}$ se rovnaly 10 %. V letech 2016, 2018 a 2019 byla k hodnotám $r_{finstru}$ přiřazena hodnota 0 %, protože platilo pravidlo $EBIT/nákladové úroky > 3$.

Celkové náklady na vlastní kapitál tvoří součet všech výše uvedených rizikových přírážek a jsou uvedeny v tabulce č. 28.

$$r_e = r_f + r_{finstru} + r_{pod} + r_{finstab} + r_{LA}$$

Tabulka 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bezriziková sazba státních dluhopisů r_f	2,26%	1,58%	0,58%	0,48%	0,98%	1,98%	1,55%
Riziková přírážka za finanční stabilitu $r_{finstab}$	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Riziková přírážka za velikost podniku r_{LA}	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{pod}	4,11%	3,53%	5,26%	3,31%	5,03%	6,70%	7,48%
Rizikové přírážky za finanční strukturu $r_{finstru}$	10%	10%	10%	0%	10%	0%	0%
Náklady na vlastní kapitál r_e	21,37%	20,11%	20,84%	8,79%	21,01%	13,68%	14,03%

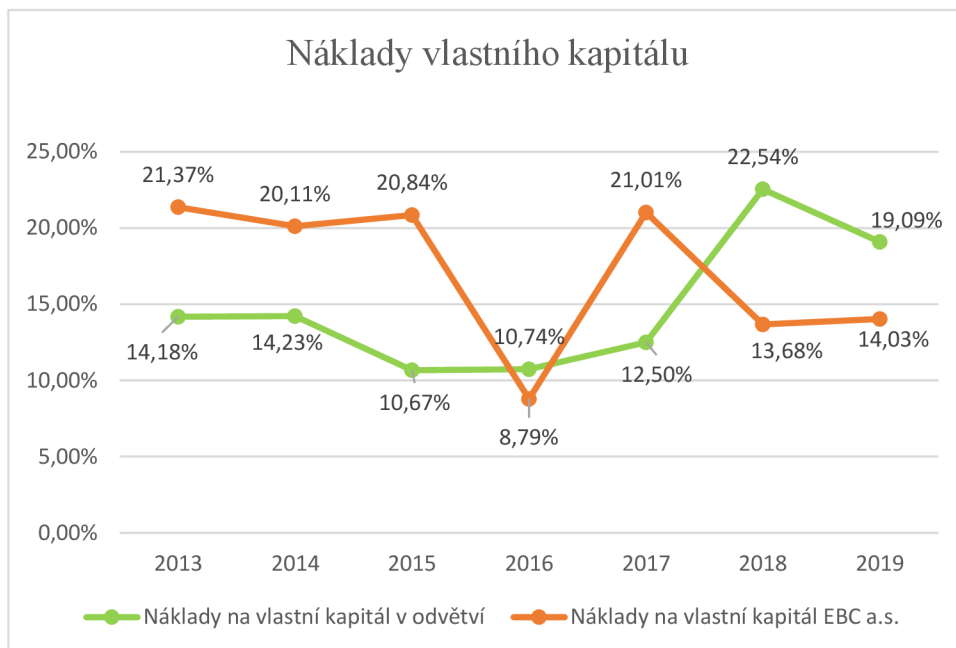
Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a metodiky MPO (2022)

Na grafu č. 21, který je uveden níže, je zobrazen vývoj nákladů na vlastní kapitál zkoumané společnosti EBC, a.s. za období 2013–2019. Z tohoto grafu je na první pohled zřejmé, že hodnoty nákladů vlastního kapitálu společnosti jsou za celé sledované období vysoké, s výjimkou let 2016, 2018 a 2019, kdy hodnota nákladů vlastního kapitálu podniku byla v roce 2016 – 8,79 %, v 2018 – 13,68 % a 2019 – 14,03 % (viz. tabulka č. 28). Tyto nejnižší hodnoty vznikly z důvodu, že v těchto letech přírážka za finanční strukturu $r_{finstru}$ byla ve výši 0 % na rozdíl od ostatních roků. To je možné vysvětlit nákladovými úroky, které podnik v těchto letech (2016, 2018) měl a jejichž příčinou byly krátkodobé půjčky, které ale nebyly od bankovních institucí (byly od soukromé osoby) a v roce 2019 plynuly z čerpaní dlouhodobého úvěru. V ostatních letech byly nákladové úroky nulové, a to z toho důvodu, že společnost nečerpala v těchto letech žádné úvěry, a proto ta přírážka za finanční strukturu $r_{finstru}$ činila 10 % – nejvyšší možné hodnocení. To se hodně projevilo na hodnotách nákladů vlastního kapitálu a výsledkem jsou vysoké hodnoty nákladů vlastního kapitálu.

Porovnáním získaných hodnot společnosti s odvětvím, je na první pohled patrné, že hodnoty společnosti jsou za sledované období kromě let 2016, 2018, 2019, vyšší než konečné hodnoty odvětví.

Pokles byl způsoben změnou rizikové přírážky za finanční strukturu $r_{finstru}$, což vedlo ke snížení z 10 % na 0 %. Tato skutečnost byla změněna v závislosti na podmínce uvedené výše, tzn. EBIT/Nákladové úroky > 3.

Graf 21 Náklady na vlastní kapitál za období let 2013 – 2019



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finanční analýzy podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

4.3.3.3 Průměrné náklady kapitálu (WACC)

Na základě získaných výsledků je možné přistoupit k výpočtu průměrných nákladů na kapitál (WACC) společnosti EBC, a.s. pro období 2013–2019. WACC budou vypočítány podle vzorce č. 8. Před výpočtem průměrných kapitálových nákladů podniku EBC, a.s. je ale potřeba popsat, jak funguje efekt daňového štítu. Efekt daňového štítu snižuje náklady na kapitál a tento poznatek vede k předčasnému závěru, že podnik by měl co nejvíce využívat dluhového financování. V kapitálové struktuře společnosti úrokový daňový štít tvoří účinek zvýšení rentability vlastního kapitálu. Jeho působení však závisí na hospodářském výsledku, což je nutné, aby daná společnost měla kladný VH, jinak daňový štít nebude fungovat. Analyzovaná společnost vykazuje kladný výsledek hospodaření za celé období 2013–2019, proto je možné snížit daňovou povinnost o hodnoty uvedené v tabulce níže. Na první pohled je jasné, že si společnost bude moci snížit daňový základ jen v letech 2016, 2018 a 2019. Ve zbývajících letech u úrokového daňového štítu byly nulové hodnoty, protože podnik nákladové úroky nevykazoval.

Tabulka 29 Úrokový daňový štít podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nákladové úroky	0	0	0	1	0	2	242
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Úrokový daňový štít	0	0	0	0,19	0	0,38	45,98

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. (2022)

Průměrné náklady kapitálu neboli WACC, jsou kombinací nákladů různých forem kapitálu, protože podniky nepoužívají pouze vlastní kapitál, ale také cizí zdroje. Tabulka č. 30 shrnuje prvky potřebné k výpočtu WACC. Náklady na cizí i vlastní kapitál byly vypočítány v předchozích podkapitolách. Pro určení průměrných nákladů na kapitál byl zvolen výpočet vycházející z teoretické části této práce, konkrétně vzorec č. 8.

Tabulka 30 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

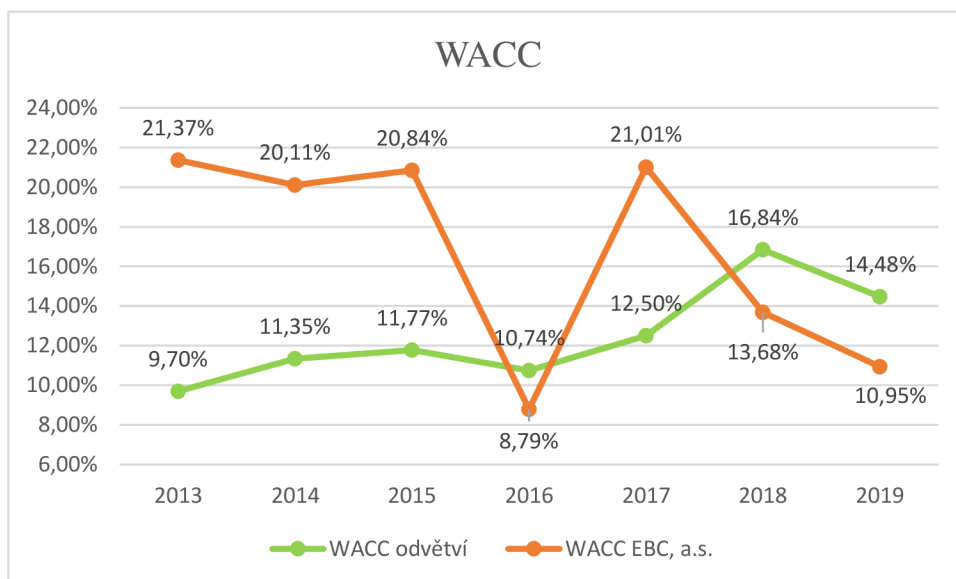
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Náklady na cizí kapitál r_d	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,64%
Náklady na vlastní kapitál r_e	21,37%	20,11%	20,84%	8,79%	21,01%	13,68%	14,03%
Sazba daně ze zisku t	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Úročený cizí kapitál D (tis. Kč)	0	0	0	0	0	0	9 153
Vlastní kapitál E (tis. Kč)	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152
Celkový kapitál C (tis. Kč)	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	35 305
Průměrné náklady kapitálu WACC	21,37%	20,11%	20,84%	8,79%	21,01%	13,68%	10,95%

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a metodiky MPO (2022)

Průměrné náklady kapitálu jsou spočítány výše a jejich hodnoty lze vidět v tabulce č. 30. Z této tabulky je na první pohled patrné, že výsledky WACC v letech 2013–2018 jsou stejné jako hodnoty nákladů na vlastní kapitál r_e , protože na hodnotu WACC se lze dívat jako na hodnotu r_e , za předpokladu, že podnik nemá cizí úročený kapitál. Odlišnost nastává jen v roce 2019, kdy podnik čerpal dlouhodobý bankovní úvěr ve výši 9 153 tis. Kč. Při porovnání obou hodnot: r_e (2019) = 14,03 % a WACC (2019) = 10,95 %, lze usoudit, že mezi nimi je jasný rozdíl v 3,08 %, způsobený tím, že v roce 2019 do WACC byly zahrnuty náklady na cizí kapitál, které jsou vždy levnější než náklady na kapitál vlastní. Na grafu č. 21 lze pozorovat vývoj průměrných nákladů na vlastní kapitál společnosti EBC, a.s., v porovnání s odvětvím, ve kterém podnik působí. Nejnížší hodnotu WACC podnik měl v roce 2016, a to jen z důvodu, že v tomto roce podnik disponoval nejnížší částkou vlastního

kapitálu za celé sledované období, úročený cizí kapitál v tomto roce neměl. Také lze vidět na grafu č. 22, že s výjimkou let 2016, 2018 a 2019 finální hodnoty společnosti jsou nad úrovní hodnot odvětví a vykazují mnohem vyšší hodnoty WACC než odvětví, což naznačuje, že firma využívá kapitál neefektivně.

Graf 22 Průměrné vážené náklady kapitálu odvětví a podniku za období let 2013 – 2019



Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv podniku EBC, a.s. a finanční analýzy podnikové sféry za jednotlivé roky (2022)

4.4 Optimalizace kapitálové struktury

Nastavení optimální kapitálové struktury firmy, tedy optimální poměr mezi vlastními a cizími zdroji, je podmínkou pro splnění základního cíle podnikání – zisku. Optimální kapitálovou strukturu je možné určit jako takovou strukturu dlouhodobého kapitálu společnosti, při které jsou průměrné náklady kapitálu minimální. K optimalizaci byla použita „U“–křivka jež patří do klasické teorie, její realizace bude předvedena v další podkapitole.

4.4.1 Modelace „U“ – křivky

Optimalizace kapitálové struktury podniku Energy Benefit Centre a.s. bude sestrojena na bázi „U“–křivky, která vychází z klasické teorie. Klasická teorie říká, že zapojení dluhu do kapitálové struktury společnosti vede ke snížení WACC, a tím i k růstu tržní ceny podniku, ale jen do určité výše dluhu. Pokud společnost překročí určitou míru zadlužení, průměrné vážené náklady kapitálu začínají růst a klesá tržní hodnota společnosti.

Pro modulaci „U“–křivky budou připravena data v tabulce č. 31 níže. Do tabulky budou převzaty náklady na cizí kapitál, které také už jsou známé díky výpočtům v podkapitole 4.4.3.1. Zároveň v této tabulce bude vypočten průměr u každé hodnoty, protože je potřebný pro simulaci „U“–křivky a výpočet WACC. Náklady na vlastní kapitál pro její modelaci budou vypočítány pomocí modelu CAPM, tato metoda je popsána v teoretické části.

Bezriziková výnosnost trhu r_f je tradičně brána úroková míra státních dluhopisů země, ve které firma podniká. Tato hodnota byla převzata z finančních analýz podnikové sféry, které každý rok vydává MPO, kromě roku 2020, kdy kvůli zrušení statistického výkazu P3-04 od ČSÚ a nahrazení údajů z tohoto výkazu především z databáze národních účtů ČSÚ, dochází ke změně metodiky výpočtů finančních ukazatelů. Proto jsou celkové výpočty provedeny za období 2013–2019. Bezriziková výnosnost trhu je zahrnuta v modelu jako průměrná hodnota r_f za analyzované období.

Očekávaná výnosnost trhu r_m je v modelu zahrnuta jako průměrná hodnota rizikových premií ($r_m - r_f$) za roky 2013–2019. Odpovídající hodnoty pro každý rok budou převzaty z datových souborů profesora Damodarana, které odhadují očekávané tržní výnosy pro příslušnou zemi. Bude tak vybrána Česká republika (země, ve které organizace působí) a hodnota příslušného sloupce zachycující očekávanou výnosnost trhu.

Nezadlužený koeficient β je přebrán z datových souborů profesora Damodarana, který pro každé odvětví zveřejňuje β vždy pro 1. měsíc daného roku na svých webových stránkách (Damodaran). Tyto informace stanovené v jiné Damodaranově tabulce, a to Beta, Unlevered beta and other risk measures. V návaznosti na problematiku řešenou v této diplomové práci bude použit ukazatel z dané tabulky: Unlevered beta, odvětví Engineering/construction pro Evropu. Přepočet hodnoty $\beta^{levered}$ – zadluženého koeficientu beta, bude vypočítán dle vzorce č. 5. V rámci simulace průměrných nákladů WACC bude brána v úvahu průměrná hodnota nezadluženého koeficientu beta.

Náklady na cizí kapitál vstupují do modelu jako průměrná hodnota cizích nákladů a hodnota D/E , které je upraveny v souvislosti s vývojem různé míry zadlužení.

V tabulce č. 32 pak budou vypočteny samotné WACC pro různé úrovně zadlužení, tento výpočet byl proveden podle vzorce č. 8.

Tabulka 31 Vstupní data pro modelaci „U“-křivky podniku EBC, a.s. za období let 2013 – 2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	průměr
r_f	2,26 %	1,58 %	0,58 %	0,48 %	0,98 %	1,98 %	1,55 %	1,34 %
r_m	6,05 %	6,80 %	7,36 %	6,69 %	5,89 %	6,94 %	5,80 %	6,50 %
$r_m - r_f$	3,79 %	5,22 %	6,78 %	6,21 %	4,91 %	4,96 %	4,25 %	5,16 %
Úročený cizí kapitál D (tis. Kč)	0	0	0	0	0	0	9 153	1308
Vlastní kapitál E (tis. Kč)	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152	16006
Celkový kapitál C (tis. Kč)	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	35 305	17314
$\beta_{unlevered}$	0,70	0,69	0,69	0,63	0,79	0,66	0,70	0,694
t	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	
$\beta_{levered}$	0,700	0,690	0,690	0,630	0,790	0,660	0,898	0,723
r_e	4,91 %	5,18 %	5,26 %	4,39 %	4,86 %	5,25 %	5,37 %	5,03 %
$r_d(1 - t)$	0	0	0	0	0	0	0,0214	0,0031

Zdroj: vlastní výpočty dle výročních zpráv podniku EBC, a.s., finančních analýz pro podnikovou sféru MPO a datových sad profesora Damodarana (2022)

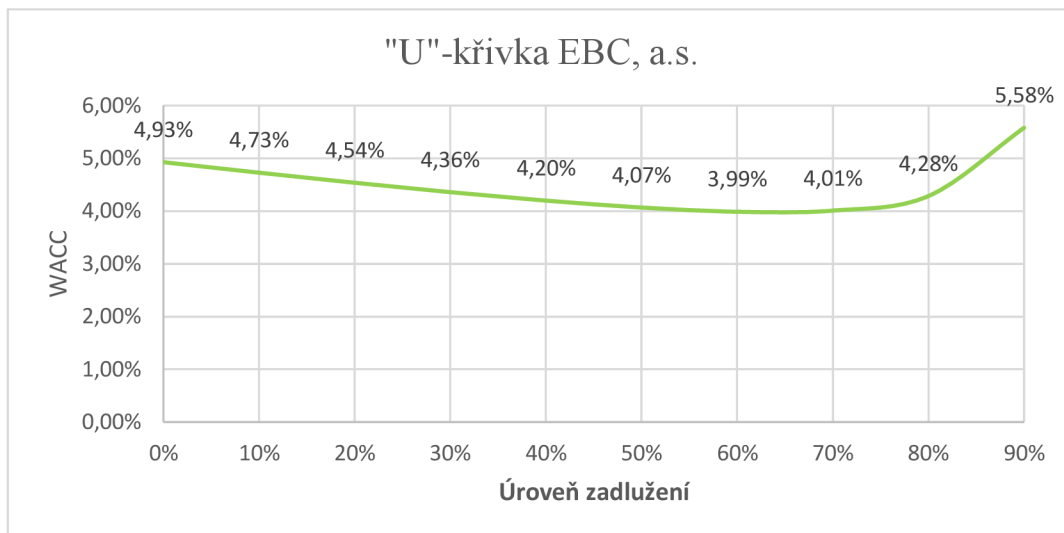
Tabulka 32 Výpočet WACC v % při dané míře zadlužení podniku EBC, a.s.

Zadlužení	Cizí kapitál	Vlastní kapitál	Celkový kapitál	r_e	r_d	$\beta_{levered}$	WACC
0 %	0	17 314	17 314	4,93 %	0,00 %	0,694	4,927 %
10 %	1 731	15 583	17 314	5,25 %	0,03 %	0,757	4,728 %
20 %	3 463	13 851	17 314	5,65 %	0,08 %	0,835	4,537 %
30 %	5 194	12 120	17 314	6,17 %	0,13 %	0,935	4,359 %
40 %	6 926	10 388	17 314	6,86 %	0,20 %	1,069	4,198 %
50 %	8 657	8 657	17 314	7,83 %	0,31 %	1,257	4,067 %
60 %	10 388	6 926	17 314	9,28 %	0,46 %	1,538	3,987 %
70 %	12 120	5 194	17 314	11,70 %	0,71 %	2,006	4,008 %
80 %	13 851	3 463	17 314	16,53 %	1,22 %	2,944	4,284 %
90 %	15 583	1 731	17 314	31,04 %	2,75 %	5,756	5,579 %

Zdroj: vlastní výpočty (2022)

Výše uvedená data z tabulky č. 32 byla použita pro sestavení „U“–křivky. Ta má za úkol sledovat optimální poměr zadluženosti v rámci jednotlivých stupňů zadlužení.

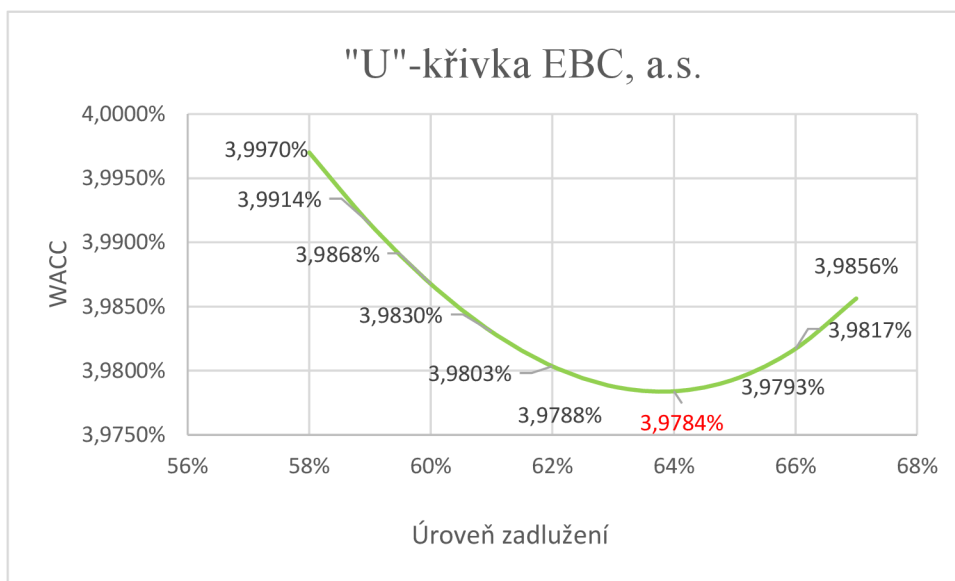
Graf 23 "U"-křivka společnosti EBC, a.s. při 0% – 90% míře zadlužení



Zdroj: vlastní zpracování dle výpočtů (2022)

Podle klasické teorie optimální kapitálové struktury WACC od počátku klesá vlivem úrokového daňového štítu, ale od konkrétní úrovně zadlužení začne WACC růst kvůli nákladům finanční tísně. Na grafu č. 23 bylo obtížné rozpoznat minimum WACC, takže „U“–křivka byla pro názornost modelována v rozsahu dluhu 58 % až 67 %.

Graf 24 "U"-křivka společnosti EBC, a.s. při 58% – 67% míře zadlužení



Zdroj: vlastní zpracování dle výpočtů (2022)

Na grafu č. 24 je znázorněn detailní rozbor jednotlivých hodnot WACC, z tohoto grafu je na první pohled zřejmé, že minimum „U“–křivky leží v bodě 3,9784 % při 64 % míře zadlužení, při takové míře zadlužení jsou WACC minimální. Ale vzhledem k tomu, že průměrné náklady kapitálu WACC jsou i při 62–66 % zadlužení jen s minimálním rozdílem stejné jako u minimální míry zadlužení, lze konstatovat, že by se zadlužení podniku mohlo pohybovat v intervalu 62 – 66 %. **Optimální kapitálová struktura pro společnost Energy Benefit Centre a.s. je při využívání 62 – 66 % cizího a 38 – 34 % vlastního kapitálu.** Ve společnosti ale taková situace nenastala ve sledovaném období ani jednou. Analyzovaná společnost je financována především z vlastních zdrojů (průměr za analyzované období 63 %), zůstatek je tvořen cizími zdroji, protože vedení podniku samozřejmě chápe, že s růstem cizích zdrojů se také zvyšuje i riziko, že podnik nebude schopen dostát svým závazkům a kvůli čemuž se může dostat do obtížné finanční situace. Z toho vychází i skutečnost, že podnik do roku 2019 nečerpal žádné bankovní úvěry a v roce 2019 si pořídil dlouhodobý úvěr na dobu 10 let za účelem koupě stavby. Podnik realizuje strategii vytváření „finančního bezpečnostního polštáře“ a rovněž preferuje financování majetku z vlastních zdrojů. Podnik upřednostňuje finanční stabilitu před výnosy.

5 Zhodnocení výsledků a doporučení

V této kapitole bude proveden souhrn výsledků analýzy kapitálové struktury společnosti Energy Benefit Centre a.s. v letech 2013–2020 a budou navrženy doporučení pro efektivnější fungování podniku. Níže budou zhodnoceny výsledky jednotlivých analýz a popsán vliv těchto specifických vlastností firmy na její kapitálovou strukturu. Na základě toho bude dále navrženo doporučení pro efektivnější a přínosnější chod společnosti. Pro relevantní hodnoty byly výsledky společnosti porovnávány s odvětvím 71 – Architektonické a inženýrské činnosti, ve kterém podniká firma Energy Benefit Centre a.s. a kam je zařazena podle klasifikace CZ-NACE. Hodnoty odvětví za jednotlivé roky byly převzaty z finančních analýz podnikové sféry až do roku 2019, do kdy jsou data dostupná.

Jak bylo zjištěno z vertikální analýzy, jednou z vlastností firmy je to, že EBC, a.s. využívá v sledovaném období převážně vlastní kapitál, což se liší od trendu v odvětví. To způsobuje, že firma má větší průměrné náklady na kapitál, protože vlastní kapitál je ve většině případů pro společnost dražší než cizí, což pak bylo prokázáno i ve výpočtech WACC. Vlastní kapitál podniku tvořily základní kapitál, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. Základní kapitál tvoří od roku 2014 nejmenší položku vlastního kapitálu a je tvořen 200 ks kmenových akcií na jméno a má stejnou výši za celé období 2013–2020, a to z toho důvodu, že za celé sledované období se nejednalo o jeho snížení nebo zvýšení dle aktuálních potřeb společnosti. Cizí kapitál v letech 2013, 2017 a 2018 tvořily krátkodobé závazky ze 100 % a v letech 2014–2016 se k nim přidaly rezervy. Rezerva byla vytvořena v roce 2014 kvůli předpokládaným zvýšeným nákladům v dalších letech v souvislosti s plánovaným otevřením nových poboček. Po otevření nových poboček byla v letech 2016 a 2017 rezerva rozpuštěna. Krátkodobé závazky firmy vyplývají hlavně z daňových závazků vůči státu (daň z příjmů, DPH, daně ze závislé činnosti a srážková daň – daně z mezd zaměstnanců), ze závazků z obchodních vztahů, vůči zaměstnancům a ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. Až v roce 2019 se v cizím kapitálu objevuje položka dlouhodobé závazky, což má vliv na to, že vzniká největší podíl cizích zdrojů za celé sledované období, který tvořil téměř 46 %. Dlouhodobý úvěr je čerpán od Komerční banky na dobu 10 let a byl pořízen na nákup stavby a následné otevření pobočky v Českých Budějovicích. To se mimo jiné promítlo i na tržbách z prodeje výrobků a služeb, protože nová pobočka přinesla firmě větší obraty a zisky díky většímu počtu zakázek. V porovnání poměru vlastního a cizího kapitálu podniku s odvětvím je možné

konstatovat, že hodnoty podniku EBC, a.s. a odvětví se diametrálně liší. Podniky v odvětví během celého zkoumaného období preferují využívat více cizích zdrojů než vlastních narozdíl od zkoumaného podniku. A z toho vyplývá, že společnost splňuje pravidlo vyrovnání rizika a rovněž si tvoří „finanční polštář“ pro snížení případných rizik.

Z horizontální analýzy je zřejmé, že celková pasiva za celé sledované období mají kolísavý trend. Největší rozdíl vykazují v období 2019/2018 kdy tedy meziročně vzrostla o 83,72 % díky položce cizích zdrojů, které se zvětšily o 150 % v roce 2019 z důvodu čerpání dlouhodobého úvěru v tomto roce. Největší výkyvy ve vlastním kapitálu jsou zaznamenány u výsledku hospodaření minulých let v roce 2014, a to o 215,80 % oproti roku 2013. Vysoká procentuální změna 91,58 % je zaznamenána ve výsledku hospodaření běžného účetního období v letech 2018–2019. Výkyvy u cizích zdrojů také mají dopad na kolísání položky pasiv. V roce 2014 u cizích zdrojů došlo k nárůstu o 163,35 %, na tuto změnu měly vliv rezervy z roku 2014 v hodnotě 5000 tis. Kč, které vznikly kvůli předpokládaným zvýšeným nákladům v dalších letech v souvislosti s plánovaným otevřením nových poboček. Po otevření nových poboček lze pozorovat nejdříve snížení rezervy o 40 % v roce 2016, a poté v roce 2017 vyčerpání zcela na 100 %, kdy byla rezerva rozpuštěna. Jedním z důvodů nárůstu u cizích zdrojů v roce 2019 bylo to, že v roce 2019 vzrostly závazky z obchodních vztahů o 131,61 %. Výše závazků souvisí jednak s růstem firmy (nové pobočky), ale hlavně s rostoucími tržbami (jsou vyšší subdodávky). V roce 2020 se však dlouhodobý úvěr snížil o 2 034 tis. Kč a závazky z obchodních vztahů klesly o 572 tis. Kč.

Pro analýzu finančního zdraví podniku byly využity vybrané ukazatele rentability, zadluženosti a likvidity a následně také tyto ukazatele byly porovnávány s hodnotami v odvětví. Dalším výrazným rozdílem oproti odvětví je rentabilita vlastního kapitálu podniku EBC, a.s. ROE ukazuje, jak efektivně firma využívá vlastní kapitál, proto je pozitivní informací, že se liší od odvětví, které má tyto hodnoty někde dokonce i záporné. To by se nemělo stávat, ukazuje to totiž, že podniky v odvětví většinou byly v těchto letech ve ztrátě. Hodnoty společnosti jsou nad průměrnými hodnotami odvětví. Prudký pokles ROE firmy v roce 2016 byl způsoben změnou ve výsledku hospodaření před zdaněním, který dosáhl 2,7krát nižší hodnoty než v předchozím roce. Provozní výsledek hospodaření byl ovlivněn hlavně rozdílem ve velké výkonové spotřebě v roce 2016 oproti roku 2015, a také mzdovými náklady, které vzrostly vzhledem k rozšíření pracovního týmu. Z toho vyplývá, že se zvýšily i náklady na zdravotní a sociální pojištění. Mzdové náklady se zvyšovaly po celé sledované

období. Čistý zisk se v roce 2019 také zvětšil, jako výsledek je zvýšení rentability vlastního kapitálu podniku. V roce 2020 ale znovu došlo ke snížení čistého zisku, což způsobilo pokles ROE.

Dle finanční teorie by měl být ukazatel ROA menší než ukazatel ROE. Největší pokles rentability aktiv byl zaznamenán mezi lety 2014 a 2013, hodnoty ROA klesly kvůli nárůstu položky oběžných aktiv a tím pádem i aktiv celkem. Lze pozorovat, že za celé sledované období hodnota ukazatele ROA je nižší, než hodnota ukazatele ROE, takový trend je pozitivní informací vzhledem k finanční teorii. Pro vlastníky to znamená, že výnos vytvářený jejich zdroji je větší, než zisk tvořený zdroji vlastními a cizími. U zkoumané společnosti jsou důležité zejména poslední zkoumané roky, protože pouze v tomto období (2019–2020) byly využity cizí zdroje. Je třeba upozornit na to, že hodnota ROA by neměla být nižší než běžná úroková míra, což ve firmě splněno je, neboť takové financování by pro akcionáře nebylo výhodné. V porovnání s odvětvím lze vidět, že společnost dosahovala velmi nadprůměrných hodnot, stejně jako v případě ukazatele ROE a je vidět podobný vývojový trend.

Nevysoká míra celkové zadluženosti, kterou má podnik po celou dobu let 2013–2020, je pozitivní informací pro věřitele, protože zkoumaná firma je méně riziková. Pro majitele firmy to ale znamená nižší ziskovost, která by mohla být vyšší v případě použití většího podílu cizího kapitálu. Firma by však měla takto jednat s ohledem na pravidlo vyrovnání rizika, kde by cizí zdroje měly být nižší než vlastní, nebo by se přinejmenším měly rovnat. Optimální hodnoty pro tento ukazatel by se měly pohybovat kolem 30 – 60 %. Bylo zjištěno že se hodnoty celkové zadluženosti firmy nachází v optimálním rozmezí, kromě roků 2013 a 2017, kdy celková zadluženost firmy byla pod doporučeným intervalem. Po celou sledovanou dobu společnost neměla žádné závazky k úvěrovým institucím až do roku 2019, kdy vznikl závazek dlouhodobý. Tento dlouhodobý úvěr byl pořízen na nákup dlouhodobého hmotného majetku – stavby, na otevření nové pobočky v Českých Budějovicích, jak již bylo zmíněno výše. Analyzovaný podnik je výrazně méně zadlužený než firmy v odvětví.

Vlastní zdroje jsou největším původcem financování podniku. Protože koeficient samofinancování a celková zadluženost jsou navzájem související, je zřejmé, že pokud koeficient samofinancování společnosti EBC, a.s. roste, tak by měla celková zadluženost společnosti klesat. Podíl vlastního kapitálu k celkovým aktivům podniku EBC, a.s. je v

porovnání s hodnotami odvětví vysoký. Podnik má oproti odvětví koeficient zadluženosti vlastního kapitálu na velmi nízké úrovni a splňuje doporučenou hodnotu. Odvětví má kolísavý trend a hodnoty odvětví jsou o hodně větší než hodnoty analyzovaného podniku.

Úrokové krytí pomáhá určit, zda je společnost schopna splácet své dlouhodobé a krátkodobé závazky. Poměr ukázal, kolikrát zisk před úroky a zdaněním převyšuje náklady na placení úroků. Jsou zde pouze dva ukazatele, protože ostatní položky nejsou relevantní kvůli své zanedbatelnosti. Tento ukazatel úrokového krytí lze sledovat v roce 2019 a 2020. Zisk pokryl nákladové úroky 24x v roce 2019 a 23x v roce 2020, což je uspokojivá hodnota.

Všechny ukazatele zadluženosti společnosti vykazují dobré výsledky a zadluženost firmy je velmi nízká. Míra zadluženosti téměř v každém případě dosahuje hodnot, které jsou doporučeny v literatuře. Z analýzy zadluženosti je také patrné, že společnost EBC, a.s. disponuje dostatečným množstvím vlastního kapitálu a využívá konzervativní strategii financování. Společnost může použít i více cizího kapitálu, ačkoli by ji to ohrozilo, jelikož má dostatečný „finanční polštář“ a zároveň použití cizího kapitálu je o něco levnější než použití kapitálu vlastního.

Z pohledu likvidity společnost dosahuje v porovnání s odvětvím mnohem horších výsledků než odvětví. Ukazatel okamžité likvidity by se měl pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5. U společnosti EBC, a.s. se pohybuje v intervalu 0,74 – 3,17, s výjimkou posledního roku, ve kterém hodnota okamžité likvidity dosahuje hodnoty 0,38. To značí, že podnik neefektivně hospodaří se svými finanční prostředky. U ukazatelů pohotovosti likvidity se společnost za celé analyzované období ani jednou nevešla do doporučeného rozmezí 1 – 1,5 a u tohoto ukazatele vyazuje daleko vyšší hodnoty. Vysoké hodnoty pohotovosti likvidity naznačují, že firma neefektivně využívá vložené finanční prostředky a je tak de facto snižována rentabilita firmy. Odvětví splňuje doporučené hodnoty pouze do roku 2016, pak se nachází také nad horní hranicí optimálního rozmezí.

Hodnoty běžné likvidity za sledované období se vešly do doporučeného intervalu 1,5 – 2,5 pouze v roce 2018, kdy je běžná likvidita nepatrně vyšší, a v roce 2019 a 2020. V ostatních obdobích se nachází nad doporučeným intervalem a mají hodnotu přes 3, a to proto, že oběžný majetek společnosti je velmi vysoký oproti krátkodobým závazkům. Naopak, hodnoty odvětví se pohybují v doporučené hranici 1,5 – 2,5 a pod tuto úroveň klesly mírně, což vypovídá o tom, že společnosti v odvětví mají pravděpodobně dobré platební schopnosti s hrazením svých závazků. Vysoké hodnoty, stejně jako u okamžité a pohotovosti likvidity,

naznačují, že podnik nevyužívá zdroje s dostatečnou efektivitou, drží finanční prostředky na bankovních účtech s nízkým zhodnocením a převážně dostatečně neřídí svoje pohledávky z obchodních vztahů.

Vzhledem k předchozí analýze likvidity podniku je jasné, že hodnota čistého pracovního kapitálu, která je často spojována s běžnou likviditou, je u analyzované společnosti kladná a poměrně vysoká. To vypovídá o tom, že je podnik jen z malé části financován krátkodobými závazky a také o finančním zdraví podniku. Tím společnost zároveň omezuje riziko platební neschopnosti. Podnik by však na jedné straně měl dlouhodobě udržovat kladnou hodnotu pro lepší fungování, ale na straně druhé postupně tuto hodnotu snižovat na efektivní úroveň.

Co se týče platnosti bilančních pravidel v podniku Energy Benefit Centre a.s. bylo zjištěno, že společnost plní zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnání rizika a pari pravidlo najednou a to za celé analyzované období. To je zdůvodněno faktem, že dlouhodobé zdroje převyšují dlouhodobý majetek po celou sledovanou dobu, společnost splňuje zlaté bilanční pravidlo a je překapitalizována. Vysoké hodnoty poměru značí také, že podnik Energy Benefit Centre a.s. financuje dlouhodobým kapitálem i oběžný majetek, což není úplně efektivní. Z toho vychází, že společnost používá konzervativní způsob financování i bez ohledu na to, že tento způsob financování vyžaduje vyšší náklady. Ale současně při tomto způsobu financování společnost EBC, a.s. podstupuje nižší riziko, jelikož oběžný majetek jí slouží jako finanční rezerva a v situaci, kdy by došlo k jeho prodeji, získané finanční zdroje může společnost využít pro financování něčeho jiného bez hrozby pro fungování firmy. Pravidlo vyrovnání rizika podnik také splňuje, vlastní kapitál razantně převyšuje cizí zdroje. Platnost tohoto pravidla je z části podmíněná tím, že podnik za celou analyzovanou dobu neměl žádný závazek k úvěrovým institucím s výjimkou roků 2019 a 2020.

Při provedení jednotlivých výpočtů nákladů na kapitál bylo zjištěno, že z výkazů společnosti nebylo možné převzít úrokovou míru, protože nebyla k dispozici. Proto byla vypočítána jako nákladové úroky/bankovní úvěry. Vzhledem k tomu, že společnost za celé analyzované období vykazovala úvěr pouze v rocích 2019 a 2020, náklady na cizí kapitál byly vypočítány jen za tyto roky a v ostatních letech náklady na cizí kapitál byly nulové. Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány podle metodiky MPO, tato metoda je tvořena na základě zachycení co nejvíce dílčích rizikových faktorů. Vzhledem k tomu, že údaje

potřebné pro výpočet vlastních nákladů na kapitál ke dni zpracování byly k dispozici na webových stránkách MPO pouze do roku 2019, náklady na vlastní kapitál a průměrné náklady kapitálu byly vypočítány pouze pro období 2013–2019. Výsledné hodnoty byly porovnávány s odvětvím a bylo zjištěno, že společnost měla nižší náklady na vlastní kapitál oproti odvětví pouze ve třech letech (2016, 2018, 2019). Tyto nejnižší hodnoty vznikly proto, že v těchto letech přírážka za finanční strukturu $r_{finstru}$ byla ve výši 0 % na rozdíl od ostatních let, kdy tvořila 10 %. Tento fakt je možné posuzovat jako pozitivní, protože tím pádem společnost používá efektivněji vlastní kapitál a nemá takové náklady na vlastní kapitál jako ostatní firmy v odvětví Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství.

V rámci výpočtu průměrných nákladů kapitálu bylo zjištěno, že WACC jsou stejné jako hodnoty nákladů na vlastní kapitál r_e , protože na hodnotu WACC se lze dívat jako na hodnotu r_e , za předpokladu, že podnik nemá cizí úročený kapitál. Nejnižší hodnota byla v roce 2016 a to z důvodu nízké hodnoty vlastního kapitálu, kapitál cizí v tomto roce chyběl.

Optimalizace kapitálové struktury podniku Energy Benefit Centre a.s. byla sestrojena na bázi „U“–křivky, která vychází z klasické teorie. Klasická teorie říká, že optimální kapitálová struktura je takovým rozložením kapitálu, které vychází z minimalizace průměrných nákladů kapitálu. Z výpočtu WACC při modelaci „U“–křivky bylo zjištěno, že optimální kapitálová struktura pro společnost Energy Benefit Centre a.s. je při využívání 62 – 66 % cizího a 38 – 34 % vlastního kapitálu. Získaný optimální poměr je pro společnost pouze návrh. Při určování optimální kapitálové struktury je třeba vzít v úvahu další determinanty, jako je velikost a stabilita dosažených zisků. Čím vyšší jsou oba aspekty, tím vyšší může být míra zadlužení.

Na základě zjištěných aspektů, které byly zjištěny pomocí analýzy zvolených ukazatelů finančního zdraví společnosti a analýzy kapitálové struktury, lze navrhnout další doporučení pro podnik Energy Benefit Centre a.s.: na základě vertikální analýzy lze doporučit, aby společnost snížila podíl krátkodobých závazků ve prospěch závazků dlouhodobých, protože většina financování pomocí krátkodobého kapitálu bývá více hazardní, než financování dlouhodobým cizím kapitálem. Z výpočtu ukazatelů zadluženosti a také nákladů na vlastní kapitál je jasné, že by se společnost měla více zaměřit na větší využití cizích zdrojů, vzhledem k tomu, že jsou levnější než vlastní.

6 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo provedení analýzy kapitálové struktury podniku Energy Benefit Centre a.s., její zhodnocení a vytvoření doporučení na základě získaných informací. Prozkoumaná společnost se zabývá zejména projektováním energeticky úsporných budov, které mají minimální provozní náklady. Analýza byla prováděna za období 2013–2020 pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy, bilančních pravidel a podmíněných teorií kapitálové struktury. Data vycházela z účetních výkazů společnosti Energy Benefit Centre a.s., finančních analýz pro podnikovou sféru a dat profesora Damodarana.

Na začátku teoretické části byly na základě literární rešerše popsány pojmy, které se týkají problematiky kapitálové struktury a dále je popsána optimální kapitálová struktura z hlediska bilančních pravidel a vybraných teorií kapitálové struktury a z nich plynoucích možností optimalizace. Dále bylo pojednáno o faktorech, které mají vliv na kapitálovou strukturu, a byl kladen důraz na identifikaci jednotlivých druhů nákladů kapitálu. Poslední kapitola obsahovala vybrané ukazatele finanční analýzy.

V úvodu praktické části práce byla věnována pozornost charakteristice podniku a odvětví ve kterém podnik působí. Dále byla provedena finanční analýza, prostřednictvím absolutních a poměrových ukazatelů, která ukázala, že analyzovaný podnik je financován převážně z vlastních zdrojů. Rozhodnutí společnosti nevyužívat cizí zdroje k financování není ani tolik problém, ale spíše omezení vlastního rozvoje, čímž se podnik okrádá o benefity plynoucí z finanční páky. Vybrané ukazatele finanční analýzy byly porovnávány s hodnotami odvětví. Tak bylo zjištěno, že hodnoty podniku se výrazně liší oproti odvětví, a to v ukazatelích zadluženosti, likvidity a rentability.

Ukazatele likvidity jsou zbytečně vysoké, což značí, že podnik neefektivně hospodaří se svými finančními prostředky a je tak de facto snižována rentabilita firmy, i když rentabilita analyzovaného podniku má pozitivní hodnoty. Zadluženost firmy je nízká a společnost EBC, a.s. disponuje dostatečným množstvím vlastního kapitálu a využívá konzervativní strategii financování. Společnost EBC, a.s. může také čerpat i více cizích zdrojů, ačkoli by ji to vystavovalo nebezpečí, jelikož má dostatečný „finanční polštář“ a současně použití cizích zdrojů je o něco levnější než použití zdrojů vlastních.

Rentabilita podniku dosahuje mnohem větších hodnot než ukazatele v odvětví, které mělo dokonce i záporné hodnoty. Tím lze říci, že podnik je finančně stabilní a je schopen hradit své závazky. Analýza rentability naznačuje také to, že společnost má obavy vykazovat ztráty podobně jako firmy v odvětví ve kterém podniká. Z tohoto důvodu si firma vytváří “finanční polštář” a půjčuje si pouze ve výjimečných a pádných případech, jak tomu bylo v případě jediného úvěru za celé analyzované období.

Dalším předmětem této práce bylo navrhování optimální kapitálové struktury pomocí „U“-křivky. Optimální kapitálová struktura byla kalkulována při 62 – 66 % cizího a 38 – 34 % vlastního kapitálu. A proto by se společnost měla více zamýšlet nad tím, aby se zaměřila na větší využití cizích zdrojů.

Na základě provedené analýzy lze podnik považovat za finančně zdravý a stabilní, a to v celém sledovaném období 2013–2020. Je třeba se opřít o výhodu finanční stability a zdraví společnosti a nadále pracovat na dobré pověsti firmy a rozvíjet kvalitu nabízených služeb.

7 Seznam použitých zdrojů

- ARTUHOV A. A. *Řízení vlastního a cizího kapitálu společností*. Moskva, 2012, s. 21-23, 79. ISBN 978-5-91775-078-1.
- AULOVÁ, Renata. *Kapitálová struktura zemědělských podniků a její determinanty*. Česká zemědělská univerzita v Praze, 2012. Doktorská disertační práce.
- BARNGOLC, S.B. *Metodika ekonomické analýzy činnosti ekonomického subjektu*. Moskva: Finance a statistika, 2003, s.56-57. ISBN 5-279-02646-8.
- BLANK, I. *Upravenie aktivami i kapitalom predpriyatiya*. Nika-Centr, Elga. 2003, s. 42. ISBN 966-521-188-9.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000, s. 478, 483. ISBN 80-7226-189-4.
- ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy, s. 77, 110-113, 166. ISBN 978-80-247-3158-2.
- ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2018. Prosperita firmy, s. 155. ISBN 978-80-271-0194-8.
- DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s.117-119, 123. ISBN 978-80-8692-968-2.
- DONALDSON, Gordon. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Harvard Business School, 1961. ISBN 1-58798-084-7.
- FOTR, J., VACÍK, E., SOUČEK, I., ŠPAČEK, M., HÁJEK, S. *Strategické plánování*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2012, s. 384. ISBN 978-80-247-3985-4.
- GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007, s. 98, 138. ISBN 978-80-86929-26-2.
- HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI, 2008, s. 208. ISBN 978-80-7357-392-8.
- HRDÝ a M. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování*. Praha: BILANCE, 2008, s. 44, 118, 126-132. ISBN 80-86371-50-6.
- KALOUDA, František a Michaela KRECHOVSKÁ. *Finanční analýza a řízení podniku: VŠ učebnice pro kombinovanou formu studia a celoživotní vzdělávání*. 3. rozšířené vydání.

Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2017, s. 79, 178. ISBN 978-80-7380-646-0.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie, s. 98-105, 254, 383-387, 416- 418. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. s. 67, 175-177, 187, 201, 213. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy, s. 40, 75-86, 124. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOVALEV V. V. *Finance organizací (podniků)*. Moskva, 2014, s. 91, 98-101, 127. ISBN 9785392082995.

KOVALEV V. V. *Finanční řízení: teorie a praxe*. Moskva: Finance a statistiky, 2009, s. 78, 84, 103. ISBN 978-5-3920-1397-5.

LAPUSTA, M. *Finance organizace*. Moskva, 2008, s. 131. ISBN 5-282-01017-4.

MARTINOVIČOVÁ, Dana, Miloš KONEČNÝ a Jan VAVŘINA. *Úvod do podnikové ekonomiky*. Praha: Grada, 2014, s. 38. ISBN 978-80-247-5316-4.

MAŘÍK, Miloš a Michaela KRECHOVSKÁ. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 228, Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-86929-67-5.

MODIGLIANI, F. a MILLER, M. H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review , 1958, Vol. 48.

NÝVLTOVÁ, Romana, MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku, Moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, s.54. ISBN 978-80-247-3158-2

PEVNÁ, Jana. *Vybrané kapitoly z finančního řízení firmy*. Praha: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2017, s. 52. ISBN 978-802-4522-258.

PRÁŠILOVÁ, P. *Determinanty kapitálové struktury českých podniků. E + M Ekonomie a Management*. 2012, roč. 15, č. 1, s. 95. ISSN 1212-3609.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012. Finance (Grada), s. 56-58. ISBN 978-80-247-1835-4.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení, s. 32-40, 47-49, 56-68. ISBN 978-80-271-2028-4.

RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ. *Finanční management*. Praha: Grada, 2012, s. 121, Finance (Grada). ISBN 978-802-4740-478.

RUDYK, N. *Korporační kapitálová struktura: Teorie a praxe*. Moskva: Izd-vo "Delo", 2004, s. 272. ISBN 978-5-7749-0377-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011, s. 23-25, 59, 110. ISBN 978-80-251-3386-6.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. Expert (Grada), s. 16, 71-74, 80, 177, 319-341. ISBN 978-80-271-0413-0.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *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, 2009, s. 98, 152. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2952-7.

SIVÁK, Rudolf a Jana MIKÓCZIOVÁ. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2009, s. 46. ISBN 978-80-89393-06-0

SKARKISOV, A.S. *Financování kapitálových investic. Životní cyklus investičního projektu. Zapojení zúčastněných stran. Finanční analýza projektů. Projektové financování. Posouzení rizik*. URSS. 2019. s. 95. ISBN 978-5-9710-5640-9.

SOUKUP, Alexandr. *Mezinárodní ekonomie*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009, s. 226. ISBN 978-80-7380-197-7.

SWANSON, Zane, Bindiganavale N. SRINIDHI a Ananth SEETHARAMAN. *The Capital Structure Paradigm: Evolution of debt/equity choices*. Westport: Greenwood Publishing Group, 2003, s. 178. ISBN 1-56720-616-6.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada), s.23-24, 51-58, 106-108, 214, 252, 334, 350-354. ISBN 978-80-247-3494-1.

TĚPLOVA, Tamara. *Finanční management: kapitálové a investiční řízení*. Moskva: GU VŠE, 2000, s. 96. ISBN 5-7598-0076-0.

VAHRUŠINA M. A. *Analýza managementu. Volba optimálního řešení*. Moskva: Omega-L, 2007 s. 74, 79-80. ISBN 5-98119-408-1.

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 2013. Finanční řízení , s. 45-52, 86. ISBN 978-80-247-4642-5.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, s. 103, 131-152, 206. ISBN 978-80-86929-71-2.

VINOGRADSKAYA, N.A. *Diagnostika a optimalizace finančního a ekonomického stavu podniku: finanční analýza*. Moskva: MISiS, 2011, s.28. ISBN 978-5-87623-527-5.

VLACHÝ, Jan. *Corporate finance*. Praha: Leges, 2018. Student (Leges), s. 29. ISBN 978-807-5022-912.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení, s. 21, 38, 45, 58-63, 96-103, 151. ISBN 978-80-247-4372-1.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 32, 44. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

WATSON, Denzil a Antony HEAD. *Corporate Finance: Principles and Practice*. 5th Edition. London: Pearson Publishing, 2010, s. 203-204. ISBN 978-0-273-72525-1.

Internetové zdroje:

ALEKSEEVA, O.A. a A.S. GORBACHEV. Finanční analýza podniku: podstata, problémy a perspektivy. *KANT* [online]. 2012, (№ 2 (5) [cit. 2021-09-29]. Dostupné z: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovyy-analiz-deyatelnosti-predpriyatiya-suschnost-problemy-i-perspektivy>

BUKALSKA, Elżbieta. Testing trade-off theory and pecking order theory under managerial overconfidence. *International Journal of Management and Economics* [online]. 2019, August 2019, 55(2), 99-117 [cit. 2021-08-04]. ISSN 0263-2373. Dostupné z: https://www.researchgate.net/publication/335481759_Testing_trade-off_theory_and_pecking_order_theory_under_managerial_overconfidence

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)* [online]. [cit. 2021-11-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_ekonomickyh_cinnosti_cz_nace

DAMODARAN. *Aswath. Data Sets.* [online]. [cit. 2021-11-29]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ENERGY BENEFIT CENTRE – PROJEKTOVÁNÍ ÚSPORNÝCH BUDOV. *Energy benefit centre a.s.* [online]. [cit. 2021-11-25]. Dostupné z: <https://www.energy-benefit.cz/>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2019* [online]. [cit. 2020-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2019--255382/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2018* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/-panorama-zpracovatelskeho-prumyslu-cr-2018--249524/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2017* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2017--237570/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2015* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-1--4--ctvrtleti-2015--221221/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument157262.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2013* [online]. [2021-11-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument150081.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Metodická část* [online]. [cit. 2021-10-13]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>

OSKOLKOVA M.A., PARSHAKOV P.A. a JAKOVLEVA A.M. Behaviorální aspekty formace kapitálové struktury podniku. *Finance a Kredit* [online]. 2012, (12 (492), s. 47-55 [cit. 2021-11-01]. Dostupné z: <https://cyberleninka.ru/article/n/povedencheskie-aspekty-formirovaniya-struktury-kapitala-kompanii/viewer>

RUSANOVA, E.G. *Teorie kapitálové struktury: od jejich počátků k Modiglianimu a Millerovi* [online]. 2010, 2010, (42 (426) [cit. 2021-10-30]. Dostupné z: <https://cyberleninka.ru/article/n/teoriya-struktury-kapitala-ot-istokov-do-modilyani-i-millera/viewer>

VÝROČNÍ ZPRÁVY Energy Benefit Centre a.s. 2013–2020.[online]. [cit. 2021-11-30]. Dostupné z *www*: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=385676>

ZÁKONY ČR. *Zákon č. 90/2012 Sb.: Zákon o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)* [online]. [cit. 2021-10-01]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-90>

8 Přílohy

Příloha 1 Rozvaha Energy Benefit Centre a.s.	118
Příloha 2 Výsledovka Energy Benefit Centre a.s.	121
Příloha 3 Vertikální analýza aktiv podniku EBC, a.s.	123
Příloha 4 Grafické zobrazení vertikální analýzy aktiv EBC, a.s.	123
Příloha 5 Vertikální analýza pasiv podniku EBC, a.s.	124
Příloha 6 Vertikální analýza krátkodobých závazků EBC, a.s.	124
Příloha 7 Horizontální analýza aktiv EBC, a.s.	125
Příloha 8 Horizontální analýza pasiv EBC, a.s.	126
Příloha 9 Podkladové údaje pro výpočet ROE.....	127
Příloha 10 Podkladové údaje pro výpočet ROA	127
Příloha 11 Podkladové údaje pro výpočet ukazatelů zadluženosti	127
Příloha 12 Podkladové údaje pro výpočet likvidity	127
Příloha 13 Podkladové údaje pro výpočet ČPK podniku.....	127

Rezervy podle zvláštních právních předpisů								
Ostatní rezervy		5 000	5 000	3 000	0			200
Závazky	4 540	6 956	4 993	4 883	6 115	8 801	22 066	21 563
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	9 153	7 119
Závazky k úvěrovým institucím							9 153	7 119
Krátkodobé závazky	4 540	6 956	4 993	4 883	6 115	8 801	12 913	14 444
Vydané dluhopisy								
Vyměnitelné dluhopisy								
Ostatní dluhopisy								
Závazky k úvěrovým institucím								
Krátkodobé přijaté zálohy		0	514					
Závazky z obchodních vztahů	692	1 136	929	1 173	1 875	2 708	6 272	5 700
Krátkodobé směnky k úhradě								
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba								
Závazky – podstatný vliv								
Závazky – ostatní	3 848	5 820	3 550	3 710	4 240	6 093	6 641	8 744
Závazky ke společníkům								
Krátkodobé finanční výpomoci								
Závazky k zaměstnancům	632	1 616	1 189	1 144	1 229	1 729	1 381	2 968
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	339	979	703	656	711	1 021	799	1 597
Stát – daňové závazky a dotace	2753	2 848	1 438	1 580	1 487	2 328	3 320	3 032
Dohadné účty pasivní	124	377	197	325	770	933	1 061	1 001
Jiné závazky		0	23	5	43	82	80	146
Časové rozlišení		0	0	0	0	0	0	0
Výdaje příštích období								
Výnosy příštích období								

Příloha 2 Výsledovka Energy Benefit Centre a.s.

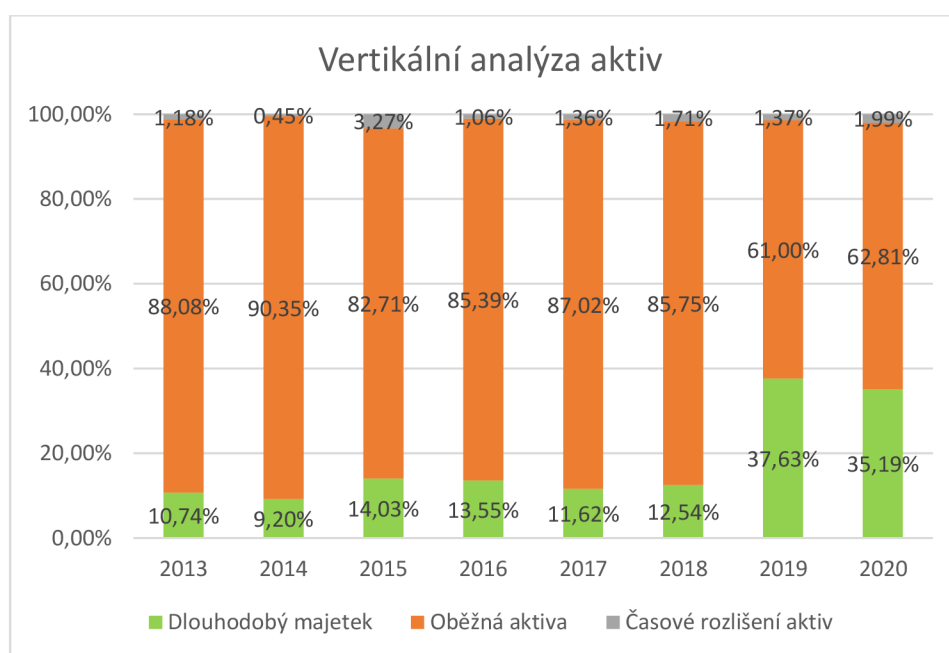
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby z prodeje výrobků a služeb	37 688	48 423	42 734	38 998	50 273	54 058	84 487	77 039
Tržby za prodej zboží	0	0	0	883	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	13 192	14 961	14 245	20 219	25 170	28 175	41 076	34 240
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	883	0	0	0	0
Spotřeba materiálu a energie	1 164	1 374	1 557	1 131	1 129	2 027	1 953	1 613
Služby	12 028	13 587	12 688	18 205	24 041	26 148	39 123	32 627
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	-257	-3 194	2 172	3 086	4 415	-5 983
Aktivace (-)	0	0	0	0	0	0	0	0
Osobní náklady	13 044	16 291	17 287	20 002	20 948	24 319	31 206	39 496
Mzdové náklady	9 753	12 068	12 747	14 835	15 532	18 094	23 013	29 111
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	3 291	4 223	4 540	5 167	5 416	6 225	8 193	10 385
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3 008	3 801	4 085	4 655	4 901	5 643	7 323	9 362
Ostatní náklady	283	422	455	512	515	582	870	1023
Úpravy hodnot v provozní oblasti	30	450	1 238	1 182	1 029	1 275	1 054	1 398
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	30	450	1 238	1 182	1 029	1 193	1 054	1 398
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé	30	450	1 238	1 182	1 029	1 193	1 054	1 398
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – dočasné	0	0	0	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot zásob	0	0	0	0	0	0	0	0
Úpravy hodnot pohledávek	0	0	0	0	0	82	0	0
Ostatní provozní výnosy	138	32	583	742	406	369	208	348
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	30	0	479	83	0	236	0	0
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiné provozní výnosy	108	32	104	659	406	133	208	348
Ostatní provozní náklady	286	5 441	928	-1 311	-2 405	746	1 059	2 428
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	45	0	475	10	0	11	0	0
Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0
Daně a poplatky	43	56	62	81	49	63	55	112

Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0	5000	0	-2000	-3000	0	0	200
Jiné provozní náklady	198	385	391	598	546	672	1 004	2 116
Provozní výsledek hospodaření	10 854	10 845	9 876	3 725	3 765	2 998	5 885	5 808
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku – podíly								
Výnosy z podílů – ovládaná nebo ovládající osoba								
Ostatní výnosy z podílů								
Náklady vynaložené na prodané podíly								
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku								
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku – ovládaná nebo ovládající osoba								
Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku								
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem								
Výnosové úroky a podobné výnosy	55	41	42	1	0		1	0
Výnosové úroky a podobné výnosy – ovládaná nebo ovládající osoba								
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy			42	1	0		1	0
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti								
Nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	1	0	2	242	246
Nákladové úroky a podobné náklady – ovládaná nebo ovládající osoba						2	242	246
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady				1	0			
Ostatní finanční výnosy								
Ostatní finanční náklady	65	113	90	95	88	110	145	151
Finanční výsledek hospodaření	-10	-72	-48	-94	-105	-112	-386	-397
Výsledek hospodaření před zdaněním	10 844	10 773	9 828	3 631	3 660	2 886	5 499	5 411
Daň z příjmů	2 073	3 010	1 912	349	163	1 177	1 152	1 187
Daň z příjmů splatná	2 073	3 010	1 912	349	163	1 177	1 152	1 187
Daň z příjmů odložená								
Výsledek hospodaření po zdanění	8 771	7 763	7 916	3 282	3 497	2 269	4 347	4 224
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	8 771	7 763	7 916	3 282	3 497	2 269	4 347	4 224
Čistý obrat za účetní období	113 757	124 394	43 359	40 624	50 679	54 427	84 696	77 387

Příloha 3 Vertikální analýza aktiv podniku EBC, a.s.

Energy Benefit Centre a.s. (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	10,74%	9,20%	14,03%	13,55%	11,62%	12,54%	37,63%	35,19%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý hmotný majetek	10,74%	9,20%	9,75%	8,44%	6,92%	8,73%	35,55%	33,27%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	4,28%	5,11%	4,70%	3,81%	2,07%	1,92%
Oběžná aktiva	88,08%	90,35%	82,71%	85,39%	87,02%	85,75%	61,00%	62,81%
Zásoby	0,00%	0,00%	1,10%	17,64%	6,01%	16,63%	1,80%	13,14%
Pohledávky	22,96%	21,80%	14,02%	41,87%	41,44%	44,28%	27,10%	39,07%
Dlouhodobé pohledávky	0,20%	0,13%	0,22%	1,37%	2,50%	1,65%	3,91%	2,61%
Krátkodobé pohledávky	22,76%	21,68%	13,81%	40,50%	38,95%	42,63%	23,19%	36,46%
Peněžní prostředky	65,12%	68,55%	67,58%	25,88%	39,57%	24,83%	32,10%	10,60%
Časové rozlišení aktiv	1,18%	0,45%	3,27%	1,06%	1,36%	1,71%	1,37%	1,99%

Příloha 4 Grafické zobrazení vertikální analýzy aktiv EBC, a.s.



Příloha 5 Vertikální analýza pasiv podniku EBC, a.s.

Energy Benefit Centre a.s. (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	73,69%	56,42%	57,27%	59,70%	71,28%	66,47%	54,24%	58,26%
Základní kapitál	11,59%	7,29%	8,55%	10,22%	9,39%	7,62%	4,15%	3,84%
Fondy ze zisku	1,16%	0,73%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledek hospodaření minulých let	10,12%	20,11%	14,88%	32,70%	45,46%	50,20%	41,07%	46,32%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	50,82%	28,29%	33,84%	16,78%	16,42%	8,65%	9,02%	8,10%
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Cizí zdroje	26,31%	43,58%	42,73%	40,30%	28,72%	33,53%	45,76%	41,74%
Rezervy	0,00%	18,22%	21,38%	15,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,38%
Závazky	0,00%	25,35%	21,35%	24,96%	28,72%	33,53%	45,76%	41,36%
Dlouhodobé závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	18,98%	13,65%
Krátkodobé závazky	26,31%	25,35%	21,35%	24,96%	28,72%	33,53%	26,78%	27,70%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Příloha 6 Vertikální analýza krátkodobých závazků EBC, a.s.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Krátkodobé závazky	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Krátkodobé přijaté zálohy	0%	0,00%	10%	0%	0%	0%	0%	0%
Závazky z obchodních vztahů	15,24%	16,33%	18,61%	24,02%	30,66%	30,77%	48,57%	39,46%
Závazky – ostatní	84,76%	83,67%	71,10%	75,98%	69,34%	69,23%	51,43%	60,54%
Závazky k zaměstnancům	13,92%	23,23%	23,81%	23,43%	20,10%	19,65%	10,69%	20,55%
Závazky ze soc. zabezpečení a zdravot. pojištění	7,47%	14,07%	14,08%	13,43%	11,63%	11,60%	6,19%	11,06%
Stát – daňové závazky a dotace	60,64%	40,94%	28,80%	32,36%	24,32%	26,45%	25,71%	20,99%
Dohadné účty pasivní	2,73%	5,42%	3,95%	6,66%	12,59%	10,60%	8,22%	6,93%
Jiné závazky	0%	0,00%	0,46%	0,10%	0,70%	0,93%	0,62%	1,01%

Příloha 7 Horizontální analýza aktiv EBC, a.s.

	2014/2013		2015/2014		2016/2015		2017/2016		2018/2017		2019/2018		2020/2019	
	absolutní	změna %	absolutní	změna %	absolutní	změna %	absolutní	změna %	absolutní	změna %	absolutní	změna %	absolutní	změna %
AKTIVA CELKEM	10 178	58,98%	-4 047	-14,75%	-3 828	-16,37%	1 730	8,84%	4 955	23,27%	21 972	83,72%	3 921	8,13%
Dlouhodobý majetek	670	36,16%	758	30,04%	-630	-19,20%	-177	-6,68%	817	33,02%	14 852	451,29%	205	1,13%
Dlouhodobý hmotný majetek	670	36,16%	-242	-9,59%	-630	-27,62%	-177	-10,72%	817	55,43%	14 852	648,28%	205	1,20%
Pozemky a stavby	0	0,00%	-290	-	0	-	0	-	0	-	16 118	-	0	0,00%
Hmotné movité věci a jejich soubory	670	48,52%	230	11,21%	-630	-27,62%	-177	-10,72%	817	55,43%	-1 266	-55,26%	205	20,00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0,00%	-182	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-
Dlouhodobý finanční majetek	0	-	1 000	-	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba	0	-	1 000	-	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Oběžná aktiva	9 588	63,07%	-5 445	-21,97%	-2 641	-13,65%	1 825	10,93%	3 978	21,47%	6 907	30,69%	3 338	11,35%
Zásoby	0	-	257	-	3 194	1242,80%	-2 172	-62,94%	3 086	241,28%	-3 497	-80,11%	5 983	689,29%
Nedokončená výroba a polotovary	0	-	257	-	3 194	1242,80%	-2 172	-62,94%	3 086	241,28%	-3 497	-80,11%	5 983	689,29%
Pohledávky	2 019	50,95%	-2 702	-45,17%	4 910	149,70%	634	7,74%	2 799	31,72%	1 446	12,44%	7 303	55,88%
Dlouhodobé pohledávky	0	0,00%	16	45,71%	217	425,49%	264	98,51%	-98	-18,42%	1 452	334,56%	-524	-27,78%
Krátkodobé pohledávky	2 019	51,40%	-2 718	-45,70%	4 693	145,34%	370	4,67%	2 897	34,94%	-6	-0,05%	7 827	69,99%
Krátkodobý finanční majetek	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-
Peněžní prostředky	7 569	67,35%	-3 000	-15,95%	-10 745	-67,98%	3 363	66,44%	-1 907	-22,64%	8 958	137,43%	-9 948	-64,28%
Časové rozlišení aktiv	-80	-39,22%	640	516,13%	-557	-72,91%	82	39,61%	160	55,36%	213	47,44%	378	57,10%

Příloha 9 Podkladové údaje pro výpočet ROE

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EAT	8771	7 763	7 916	3 282	3 497	2 269	4 347	4 224
Vlastní kapitál	12 718	15 480	13 396	11 678	15 176	17 445	26 152	30 376
ROE EBC a.s.	68,97%	50,15%	59,09%	28,10%	23,04%	13,01%	16,62%	13,91%
ROE odvětví	10,69%	14,63%	-5,93%	25,49%	-3,37%	-2,04%	-2,01%	x

Příloha 10 Podkladové údaje pro výpočet ROA

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	10844	10773	9828	3632	3660	2888	5741	5657
AKTIVA CELKEM	17 258	27 436	23 389	19 561	21 291	26 246	48 218	52 139
ROA EBC a.s.	62,83%	39,27%	42,02%	18,57%	17,19%	11,00%	11,91%	10,85%
ROA odvětví	3,47%	4,73%	0,73%	13,35%	0,80%	1,12%	0,60%	x

Příloha 11 Podkladové údaje pro výpočet ukazatelů zadluženosti

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cizí zdroje	4540	11956	9993	7883	6115	8801	22066	21763
AKTIVA CELKEM	17258	27436	23389	19561	21291	26246	48218	52139
Vlastní kapitál	12718	15480	13396	11678	15176	17445	26152	30376

Příloha 12 Podkladové údaje pro výpočet likvidity

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Krátkodobé závazky	4540	6956	4993	4883	6115	8801	12913	14444
Oběžná aktiva	15201	24789	19344	16703	18528	22506	29413	32751
Zásoby	0	0	257	3451	1279	4365	868	6851
Peněžní prostředky	11238	18807	15807	5062	8425	6518	15476	5528
Krátkodobý fin. majetek	0	0	0	0	0	0	0	0

Příloha 13 Podkladové údaje pro výpočet ČPK podniku

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Oběžná aktiva	15 201	24 789	19 344	16 703	18 528	22 506	29 413	32 751
Krátkodobé závazky	4 540	6 956	4 993	4 883	6 115	8 801	12 913	14 444
ČPK	10 661	17 833	14 351	11 820	12 413	13 705	16 500	18 307