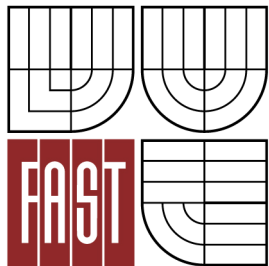




VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA STAVEBNÍ
ÚSTAV STAVEBNÍ EKONOMIKY A ŘÍZENÍ

FACULTY OF CIVIL ENGINEERING
INSTITUTE OF STRUCTURAL ECONOMICS AND MANAGEMENT

POSOUZENÍ VÝKONNOSTI STAVEBNÍHO PODNIKU POMOCÍ HODNOTOVÝCH UKAZATELŮ

ASSESSMENT OF PERFORMANCE OF CONSTRUCTION COMPANY WITH VALUE INDICATORS

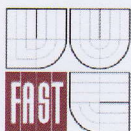
DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

BC. JAN ČERNÝ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. VÍT HROMÁDKA, Ph.D.



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ FAKULTA STAVEBNÍ

Studijní program N3607 Stavební inženýrství
Typ studijního programu Navazující magisterský studijní program s prezenční formou studia
Studijní obor 3607T038 Management stavebnictví
Pracoviště Ústav stavební ekonomiky a řízení

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Diplomant Bc. JAN ČERNÝ

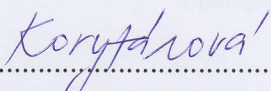
Název Posouzení výkonnosti stavebního podniku pomocí hodnotových ukazatelů

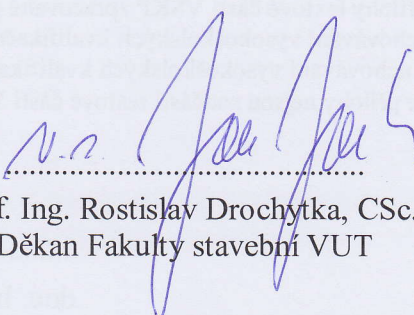
Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Vít Hromádka, Ph.D.

Datum zadání diplomové práce 31. 3. 2013

Datum odevzdání diplomové práce 17. 1. 2014

V Brně dne 31. 3. 2013


.....
doc. Ing. Jana Korytářová, Ph.D.
Vedoucí ústavu


.....
prof. Ing. Rostislav Drochytka, CSc.
Děkan Fakulty stavební VUT



Podklady a literatura

MARKOVÁ, L. Stavební podnik. Studijní opora. Brno: VUT v Brně, FAST, 2007

RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2008

SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera: Finanční analýza v řízení firmy. 1. vydání. Brno: Computer Press, 1999

Zásady pro vypracování (zadání, cíle práce, požadované výstupy)

Cíl práce:

Cílem diplomové práce je navrhnout a na konkrétní případové studii ověřit systém pro hodnocení výkonnosti stavebního podniku s využitím hodnotových ukazatelů.

Zásady:

1. Úvod do ekonomiky stavebního podniku
2. Přístupy k hodnocení výkonnosti stavebního podniku
3. Srovnání tradiční finanční analýzy s moderními hodnotovými ukazateli
4. Návrh systému hodnocení výkonnosti pro konkrétní stavební podnik

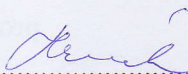
Výstup práce:

Výstupem diplomové práce bude návrh systému hodnocení výkonnosti stavebního podniku prověřený na případové studii.

Struktura bakalářské/diplomové práce

VŠKP vypracujte a rozčleňte podle dále uvedené struktury:

1. Textová část VŠKP zpracovaná podle Směrnice rektora "Úprava, odevzdávání, zveřejňování a uchování vysokoškolských kvalifikačních prací" a Směrnice děkana "Úprava, odevzdávání, zveřejňování a uchování vysokoškolských kvalifikačních prací na FAST VUT" (povinná součást VŠKP).
2. Přílohy textové části VŠKP zpracované podle Směrnice rektora "Úprava, odevzdávání, zveřejňování a uchování vysokoškolských kvalifikačních prací" a Směrnice děkana "Úprava, odevzdávání, zveřejňování a uchování vysokoškolských kvalifikačních prací na FAST VUT" (nepovinná součást VŠKP v případě, že přílohy nejsou součástí textové části VŠKP, ale textovou část doplňují).



.....
doc. Ing. Vít Hromádka, Ph.D.
Vedoucí diplomové práce

Abstrakt

Tato práce řeší návrh a srovnání ukazatelů tradiční finanční analýzy a moderních hodnotových ukazatelů se zaměřením na výkonnost firmy a jejich následnou aplikaci na konkrétní stavební podnik. V teoretické části je charakterizován stavební podnik a jeho ekonomické procesy, dále je vymezen pojem finanční analýza a popsány navržené ukazatele hodnocení, je zmíněný postup pro výpočet ekonomické přidané hodnoty jako zástupce moderních hodnotových ukazatelů. V praktické části jsou navržené ukazatele použity pro analýzu podniku Instav Hlinsko, a.s. a výsledky jsou v závěru vyhodnoceny.

Abstract

This paper addresses the design and comparison of indicators of traditional financial analysis and modern value indicators with a focus on business performance, and their subsequent application to a particular construction company. In the theoretical part there is characterized the construction company and its economic processes, next there are the concept of financial analysis defined and the proposed assessment indicators described, also procedure for calculating economic value added as a representative of modern value indicators is mentioned. In the practical part there are the proposed indicators being used to analyze the company INSTAV Hlinsko, a.s. and the results are evaluated at the end.

Klíčová slova

Stavební podnik, finanční analýza, účetní výkazy, ekonomická přidaná hodnota (EVA), financování podniku, finanční ukazatele, teorie řízení hodnoty.

Keywords

Construction company, financial analysis, financial statements, economic value added (EVA), corporate financing, financial indicators, value based management.

Bibliografická citace VŠKP

Bc. Jan Černý *Posouzení výkonnosti stavebního podniku pomocí hodnotových ukazatelů*. Brno, 2014. 97 s., 20 s. příl. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta stavební, Ústav stavební ekonomiky a řízení. Vedoucí práce doc. Ing. Vít Hromádka, Ph.D..

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem uvedl všechny použité informační zdroje.

V Brně dne 5.2.2014

.....
podpis autora

Bc. Jan Černý

Poděkování

Tímto bych chtěl poděkovat vedoucímu mé diplomové práce doc. Ing. Vítu Hromádkovi, Ph.D. za čas, který mi věnoval při konzultacích a za jeho cenné a věcné připomínky a rady. Dále bych chtěl tímto poděkovat paní Hedvice Kropáčkové za poskytnuté účetní výkazy společnosti INSTAV Hlinsko, a.s.

Obsah

Úvod.....	10
1 Stavební podnik	11
1.1 Definice stavebního podniku.....	11
1.2 Financování v podniku	12
2 Finanční analýza	14
2.1 Smysl finanční analýzy	14
2.2 Zdroje informací pro finanční analýzu	14
2.3 Rozdělení finanční analýzy	16
3 Metody tradiční finanční analýzy	17
3.1 Analýza stavových (absolutních) ukazatelů	17
3.2 Analýza rozdílových ukazatelů	18
3.3 Analýza poměrových ukazatelů	18
3.3.1 Ukazatele likvidity	18
3.3.2 Ukazatele rentability	20
3.3.3 Ukazatele zadluženosti.....	22
3.3.4 Ukazatele aktivity.....	24
3.3.5 Ukazatele s využitím cash flow.....	26
3.4 Souhrnné indexy hodnocení	28
3.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů	28
3.4.2 Soustavy účelově vybraných ukazatelů	29
4 Teorie řízení hodnoty (Value based management).....	33
4.1 Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added–EVA).....	34
4.1.1 Výpočet ukazatele EVA.....	34
4.1.2 Přeměna účetních dat na ekonomický model.....	35
4.1.3 Propočet základních položek ekonomické přidané hodnoty.....	37
4.1.4 Výpočet EVA podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu	45
4.1.5 EVA jako měřítko výnosnosti.....	47
4.2 CF ROI – Cash flow return on investment.....	49
4.3 MVA – Market value added.....	50
5 Finanční analýza vybraného stavebního podniku.....	51
5.1 Základní informace o podniku	51

5.1.1	Profil společnosti.....	52
5.1.2	Organizační struktura společnosti	52
5.1.3	Vývoj počtu zaměstnanců	53
5.2	Finanční analýza.....	53
5.2.1	Horizontální a vertikální analýza rozvahy	54
5.2.2	Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	59
5.2.3	Analýza rozdílových ukazatelů	61
5.2.4	Analýza poměrových ukazatelů	63
5.2.5	Souhrnné indexy hodnocení.....	72
5.3	Analýza výkonnosti podniku pomocí metody EVA.....	74
5.3.1	Propočet operačních aktiv (NOA).....	75
5.3.2	Určení velikosti operačního výsledku hospodaření - NOPAT.....	77
5.3.3	Určení průměrných vážených nákladů kapitálu – WACC.....	79
5.3.4	Výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA	80
5.4	Výpočet ukazatele EVA podle metodiky MPO	81
5.5	Porovnání výsledků EVA entity a EVA equity.....	85
	Závěr	86
	Abecední seznam literatury a použitých zdrojů	88
	Seznam použitých zkratk a symbolů	90
	Seznam tabulek	93
	Seznam obrázků	96
	Seznam příloh.....	97

Úvod

K posouzení finanční situace podniku se využívá finanční analýzy. V poslední době se však k ukazatelům tradiční finanční analýzy přidává i hledisko hodnocení výkonnosti podniku z hlediska tvorby hodnoty pro investory a vlastníky společnosti. Management podniku se tedy ve svém řízení snaží o co největší přínos pro akcionáře, jedná se tedy o vedení podniku založené na maximalizaci akcionářské hodnoty.

Pro měření tvorby hodnoty se uplatňuje metoda ekonomické přidané hodnoty, podle které se vytváří přidaná hodnota pro akcionáře, dosahuje-li podnik ekonomického zisku. Ten je vytvářen, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu (především náklady na vlastní kapitál).

Tato diplomová práce se zabývá srovnáním ukazatelů tradiční finanční analýzy a hodnotových ukazatelů, které poukazují na tvorbu ekonomické přidané hodnoty (economic value added – EVA). Cílem této práce je na konkrétním stavebním podniku podle teoretických poznatků aplikovat vybrané ukazatele tradiční finanční analýzy a doplnit je ukazateli ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel EVA je pro srovnání vypočten v základní variantě a ve variantě podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

V teoretické části je definován stavební podnik a jeho zdroje financování. Další kapitola se zabývá finanční analýzou, zdroji informací pro její provedení a jednotlivými metodami. Další oblastí teoretické části je teorie řízení hodnoty s popsáním stěžejního ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA, ukazatele rentability investic založené na peněžních tocích CF ROI a ukazatele tržní přidané hodnoty MVA.

Pro praktickou část je vybrán podnik Instav Hlinsko, a.s., který se od roku 1998 zabývá především realizací vodohospodářských staveb a inženýrských sítí a jeho hlavní oblastí působnosti je region Pardubického kraje. Poskytnuté účetní výkazy tohoto podniku za roky 2008 až 2012 byly zdrojem pro aplikaci konkrétních ukazatelů na daný podnik.

1 Stavební podnik

1.1 Definice stavebního podniku

Podle Markové [1, s. 8] je stavební podnik takový podnik, „který na stavebním trhu vystupuje jako právnická osoba v roli zhotovitele a dodavatele, jejíž hlavní činností je stavební výroba.“ Cílem stavebního podniku je dosahování zisku a co nejvyšší efektivnosti vloženého kapitálu. Stavební podniky, jejichž vznik a zánik je určen obchodním zákoníkem, jsou buď menšího charakteru, u kterých převažuje forma společnosti s ručením omezeným, anebo u velkých firem je právní forma akciová společnost. Podniky se mohou sdružovat do holdingů zejména kvůli lepšímu využití výrobních kapacit a lepší situaci na stavebním trhu. Na stavební podnik působí rizika, která lze rozdělit na interní a externí. Externí rizika podnik nemůže ovlivnit, jedná se hlavně o legislativní změny, o rizika na stavebním trhu (pokles poptávky), na trhu práce a na finančním trhu. Podnik na tyto změny může reagovat i celkovými strukturálními změnami. Interní rizika jsou vnitřní problémy v podniku, které souvisejí s plynulostí pro zajištění výroby, prodejem výroby a se zajištěním celkové prosperity podniku. Stavební podnik lze charakterizovat jako podnik s časově sladěným výrobním postupem, jako podnik materiálově intenzivní (u pozemního stavitelství činí materiálové náklady až 60 % z celkových nákladů), což vyžaduje dostatek provozního kapitálu. Specifika stavební výroby spočívají v tom, že se jedná o zakázkovou výrobu (předem známý odběratel, předem zpracovaná projektová dokumentace), dále je specifické přemisťování výrobních kapacit podle místa zhotovení (výsledné produkty jsou stacionární), stavební výroba je také velice náročná na organizaci (organizace a zajištění dodavatelů a subdodavatelů, autorský dozor, technický zástupce investora, spolupráce s finančními domy) a stavební výroba má dlouhý výrobní cyklus. Pro stavební podnik je rozhodující, aby výroba byla rentabilní. Výroba je obvykle zajišťována zčásti vlastními pracovníky a zčásti pomocí subdodavatelů podle charakteru jednotlivých zakázek. Aby byla zajištěna výroba, je třeba zajistit výrobní faktory (nákup materiálu a surovin, zajištění pracovní síly), zajistit potřebný hmotný majetek (výrobní stroje a zařízení) a zajistit dodávky stavebních prací na zakázkách. Pro dosažení prosperity podniku je třeba zajištění stavebních zakázek a zhodnocení stavebních zakázek. Výkony podniku jsou

finančně ohodnoceny výnosy, což je přírůstek hodnoty za určité období z činnosti podniku. Výnosy se dělí na provozní, jež vznikly oceněním výsledků provozní činnosti a na ostatní, které vznikají z finančních investic nebo z prodeje nepotřebného majetku. Pro plynulost stavební výroby jsou důležité také výrobní postupy, které by měly být jako technologické postupy respektující technické normy zakotveny v podnikových normách, a plánování výroby, které zahrnuje lhůty výstavby plynoucí z výrobní kapacity podniku. Podobně též [1, s. 8-13].

1.2 Financování v podniku

Financování představuje zdroje krytí pro zajištění aktiv, jedná se tedy o pasiva. Je potřebné pro založení podniku, pro zajištění jeho likvidity a solventnosti a pro zajištění plynulosti výroby. Zdroje krytí aktiv se dělí na vlastní a cizí a na dlouhodobé a krátkodobé (krátkodobé financování netrvá déle než jeden rok). Ve finanční analýze se řeší poměr vlastního a cizího kapitálu, tedy finanční struktura.

Vlastní kapitál

Nejdůležitější položkou vlastního kapitálu je základní kapitál. Jeho výše je daná obchodním zákoníkem (u společnosti s ručením omezeným je to 200 000 Kč, u akciové společnosti jsou to 2 miliony Kč), zapisuje se do obchodního rejstříku a představuje monetární vyjádření sumy vkladů společníků do dané firmy. Další součástí vlastního kapitálu jsou kapitálové fondy, v nichž je zahrnuto emisní ážio, dary a dotace, fondy ze zisku, ve kterých je zahrnut zákonný rezervní fond (ke krytí ztrát), výsledek hospodaření minulých let a běžného období, tedy zisk nebo ztráta minulých respektive uzavíraného účetního období.

Cizí kapitál

Představuje dluh společnosti, který musí podnik za určitou předem stanovenou dobu svému věřiteli splatit společně s úroky za tento dluh. Čím vyšší je podíl dluhového financování, tím vyšší je potenciaální riziko pro věřitele a tím dražší je následné získávání dalšího cizího kapitálu. Obecně je však pro vlastníky společnosti výhodnější větší zadluženost podniku (při předpokladu, že rentabilita celkových vložených aktiv je vyšší než nákladové úroky na cizí kapitál), než aby byly vydány nové akcie kvůli

snížení vlastnického podílu ve firmě. Součástí cizího kapitálu jsou zákonné a ostatní rezervy, dlouhodobé závazky se splatností delší než 1 rok a krátkodobé závazky a bankovní úvěry.

Ostatní pasiva

V nich je zahrnuto časové rozlišení (výdaje a výnosy příštích období) a dohadné účty. Více např. v [4, s. 27].

2 Finanční analýza

2.1 Smysl finanční analýzy

Pro srovnání firemní strategie s pozicí vůči konkurenci a s celkovou ekonomickou situací v podniku slouží finanční analýza. Podle Růčkové [4, s. 9] jde o „systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech.“ Důvodem je tedy hodnocení firemní minulosti, současnosti a predikce ekonomické situace firmy v budoucnu. Výsledky analýzy jsou důležité hlavně pro strategické řízení firmy a také pro výběr obchodních partnerů. Za dva základní cíle finančního řízení podniku jsou považovány:

- Tvorba zisku – zhodnocování vloženého kapitálu a zajišťování rozšiřování majetku vystihuje podstatu podnikání.
- Zajištění platební schopnosti podniku – bez schopnosti splácet své závazky je podnik odsouzen k zániku. Podobně též [4, s. 10].

Mezi uživatele finanční analýzy patří management, akcionáři (vlastníci), věřitelé a další externí uživatelé. Podle cílů jednotlivých uživatelů se stanoví metoda zpracování analýzy. Manažery zajímá zisk, jelikož se zodpovídají majitelům firmy, dále platební schopnost, struktura zdrojů a likvidita. Pro vlastníky či investory je nejdůležitější zhodnocování investovaných prostředků. Banky sledují dlouhodobou likviditu a ziskovost z dlouhodobého hlediska. Ostatní krátkodobí věřitelé se zajímají hlavně o platební schopnost.

2.2 Zdroje informací pro finanční analýzu

Kvalita výsledků finanční analýzy, vyhodnocení a doporučení s nimi spojených závisí na vstupních informacích, které máme k dispozici. V ideálním případě by se měl analytik zabývat všemi daty, která nějakým způsobem mohou ovlivnit finanční zdraví podniku. Základem pro zpracování finanční analýzy jsou však data z účetních výkazů. Ty lze rozdělit na dvě skupiny: finanční účetní výkazy, které jsou externími výkazy a firma je povinna je zveřejňovat minimálně jednou za rok a do kterých patří zejména rozvaha a výkaz zisku a ztráty, jejichž struktura je pevně stanovena Ministerstvem

financí a vnitropodnikové účetní výkazy, jež slouží zejména pro vnitropodnikové potřeby podniku, nemají právně závaznou úpravu.

Rozvaha

Zachycuje bilanční formou stav majetku (aktiv) a jeho zdrojů krytí (pasiv) k určitému datu, což je většinou poslední den kalendářního nebo hospodářského roku. Popisuje majetkovou situaci podniku, tedy strukturu majetku, jeho ocenění a opotřebení atd. Dále zachycuje zdroje financování, což představuje zejména výši vlastních a cizích zdrojů. Také poskytuje informace o finanční situaci podniku, která uvádí dosažený zisk a jeho rozdělení. Členění aktiv v rozvaze je podle jejich likvidity, což znamená, že nejdříve jsou nejméně likvidní aktiva (dlouhodobý majetek) a poté jsou zachyceny až k položkám nejlikvidnějším. Strana pasiv je pak členěna z toho hlediska, zda se jedná o vlastní nebo cizí zdroje. Při hodnocení rozvahy je třeba mít na paměti tzv. „zlaté bilanční pravidlo“, které lze chápat tak, že investiční majetek by měl být pokryt vlastním kapitálem firmy, neboli dlouhodobý majetek by měl být krytý dlouhodobými zdroji. Při analýze rozvahy je třeba mít na paměti některá negativa, největší z nich je popis stavu na základě historických cen.

Výkaz zisku a ztráty

Zachycuje výnosy, náklady a výsledek hospodaření za určité období. Tento výkaz je důležitý z toho důvodu, že nám poskytuje odpověď na otázku ovlivňování výsledku hospodaření jednotlivými položkami. Výsledek hospodaření (VH) je ve výkazu zisku a ztráty zachycen v několika stupních, jedná se o VH provozní, VH z finančních operací, VH za běžnou činnost, VH mimořádný, VH za účetní období a VH před zdaněním. Pro firmu je nejdůležitější VH z provozní činnosti, ukazuje se v něm totiž, jak je podnik schopný vytvářet zisk ze své hlavní činnosti. Výkaz zisku a ztráty zachycuje na kumulativní bázi tokové veličiny za určitý časový interval. Nevýhoda je v tom, že se nákladové a výnosové položky neopírají o skutečné peněžní toky příjmů a výdajů.

Výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků

Je součástí přílohy k účetní závěrce. Je také nazýván výkazem cash flow a jsou v něm náklady a výnosy transformovány do peněžních toků. Zachycuje bilanční formou tvorbu peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů (příjmů) a jejich užití (výdaje) za určité období. Peněžními prostředky se rozumí peníze v hotovosti, ceniny, peníze na účtu a peníze na cestě, mezi peněžní ekvivalenty je možno zařadit krátkodobý likvidní majetek. Výkaz cash flow se skládá ze tří částí: z provozní, investiční a finanční činnosti. Více v [4, s. 34].

2.3 Rozdělení finanční analýzy

Posuzování finančního zdraví podniku je možno provádět pomocí tradiční finanční analýzy. Ta se skládá z analýzy absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. K tradičnímu analyzování finanční situace společnosti se kvůli snaze o maximalizaci akcionářské hodnoty přidává hodnocení výkonnosti podniku z hlediska tvorby hodnoty pro investory a vlastníky společnosti. To je prováděno pomocí moderních hodnotových ukazatelů a z těchto je nejrozšířenější model ekonomické přidané hodnoty. V následujících kapitolách jsou popsány vybrané ukazatele jak tradiční finanční analýzy, tak i moderní hodnotové.

3 Metody tradiční finanční analýzy

Základní rozdělení přístupů k hodnocení ekonomických jevů je na dvě metody a to fundamentální a technická analýza.

- **Fundamentální analýza** využívá celou řadu informací a odvozuje z nich závěry většinou bez algoritmizovaných postupů. Její základ spočívá v propojení souvislostí ekonomických a mimoekonomických procesů.
- **Technická analýza** je založena na využití matematických a statistických metod ke kvantitativnímu zpracování údajů a vyhodnocování ekonomických výsledků. Sem patří i finanční analýza.

Finanční analýza se opírá o dvě základní skupiny metod, což jsou metody elementární a metody vyšší. Součástí elementárních metod jsou absolutní, rozdílové a poměrové ukazatele. Vyšší metody jsou založeny na hlubokých znalostech matematické statistiky a ekonomie. Zabývají se jimi zpravidla specializované firmy.

3.1 Analýza stavových (absolutních) ukazatelů

Je tvořena zejména horizontální a vertikální analýzou. Podstatou **horizontální analýzy** je zkoumání změn absolutních ukazatelů, jejichž vývoj je potřeba sledovat v dostatečně dlouhé časové řadě, jelikož delší časové řady poskytují přesnější výsledky. V úvahu by se mělo brát též prostředí, ve kterém podnik funguje. **Vertikální analýza** zkoumá vnitřní strukturu absolutních ukazatelů – jejich procentní zastoupení. Tato analýza je užitečná pro srovnávání struktury položek a jejich procentuálního zastoupení v jednotlivých letech. Také umožňuje komparaci procentuálního zastoupení položek analyzované firmy s jinými společnostmi ve stejném oboru podnikání. U aktiv se sleduje poměr mezi stálým a oběžným majetkem, který je z velké části určen předmětem podnikání analyzované společnosti. Pasiva dávají obraz o velikosti vlastního a cizího kapitálu a pro podnik je důležitá diversifikace finančních zdrojů kvůli omezení a minimalizaci rizika.

3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Bývají označované také jako fondy finančních prostředků a slouží k řízení především likvidity podniku. Nejčastěji používaným ukazatelem je zde **čistý pracovní kapitál** vypočtený jako rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými dluhy, které mají splatnost 3 měsíce až 1 rok. Jedná se o část oběžného majetku, která je financována dlouhodobými zdroji a tato relativně volná část finančních prostředků slouží k „zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti.“ [5, s. 35] V rámci rozdílových ukazatelů se dále zkoumá výše **čistých pohotových prostředků** pro sledování okamžité likvidity, který se vypočítá odečtením okamžitě splatných závazků od pohotových peněžních prostředků. **Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond** je vyjádřen vyloučením zásob a nelikvidních pohledávek z oběžných aktiv a následným odečtením krátkodobých závazků. Podobně též v [5, s. 35-39].

3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Je nejčastěji používanou rozborovou analýzou účetních výkazů. Podle Sedláčka [5, s. 61] jejich výhody spočívají zejména v tom, že umožňují provádět trendovou analýzu (analýza časového vývoje finanční situace dané firmy) a jsou také vhodné pro porovnávání více podobných firem navzájem. Podle účelu, který je pomocí poměrových ukazatelů zkoumán, jsou do analýzy vybírány vstupní informace. Poměrové ukazatele tedy nejsou striktně dané a jejich sestavování záleží hlavně na výběru finančního analytika a cílu analýzy.

3.3.1 Ukazatele likvidity

„Likvidita určité složky představuje vyjádření vlastnosti dané složky rychle a bez velké ztráty hodnoty se přeměnit na peněžní hotovost. Naproti tomu likvidita podniku je vyjádřením schopnosti podniku uhradit včas své platební závazky.“ [4, s. 48]

Na likviditu podniku nahlíží jednotliví uživatelé finanční analýzy každý jiným způsobem. Pro vlastníka podniku se jeví velká vázanost kapitálu v oběžných aktivech jako nevýhodná v důsledku velmi nízké rentability. Management podniku musí udržovat míru likvidity na takové úrovni, aby byl schopen včas platit své závazky a

v důsledku toho se nezdražovalo získávání cizího kapitálu. Z pohledu bank a věřitelů je nejdůležitější, aby podnik dostal svým závazkům a včas umořoval úvěr i s úroky. Také pro obchodní partnery je důležité včasné inkasování plateb za své dodavatelské služby. Míru likvidity podniku je tedy nutné udržovat na takové hladině, aby byl podnik schopen platit včas své závazky, a na druhou stranu musí být kapitál vázán s co nejvyšší ziskovostí. „Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit (čítatel), tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel).“ [5, s. 73]

Většinou jsou nejčastější tyto tři ukazatele likvidity:

Okamžitá likvidita

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prost\text{ř}edky}}{\text{dluhy s okamžitou splatností}} \quad (1)$$

Nebo též likvidita 1. stupně či cash ratio, vyjadřuje schopnost firmy hradit právě splatné dluhy. V čitateli jsou zastoupeny ty nejlíkvídnější prostředky, tedy peníze na běžných účtech, v pokladně, volně obchodovatelné cenné papíry nebo šeky (tedy ekvivalenty hotovosti). Jedná se tedy o finanční majetek. Pod pojmem dluhy s okamžitou splatností se chápou krátkodobé dluhy i běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci. Za ideální hodnotu okamžité likvidity se bere interval v rozmezí 0,9 – 1,1. Ministerstvo průmyslu a obchodu podle své metody hodnocení bere za dolní mez hodnotu 0,2. Tato hodnota je však podle Růčkové [4, s. 49] z psychologického hlediska chápána jako kritická.

Pohotov\acute{a} likvidita

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{(\text{ob\text{ě}žn\acute{a} aktiva - zásoby})}{\text{krátkodobé dluhy}} \quad (2)$$

Likvidita 2. stupně či acid test. V ideálním případě by měl ukazatel vykazovat hodnoty 1:1 – 1,5:1. Z toho vyplývá, že na zaplacení krátkodobých závazků by měla mít firma takové prostředky, aniž by byla nucena prodávat své zásoby. Pro investory jsou vyšší hodnoty ukazatele nevhodné kvůli malé rentabilitě jimi vložených prostředků, pro věřitele budou vyšší hodnoty příznivější. Podobně také v [4, s. 50]. Podle Sedláčka [5, s. 74] je v analýze užitečné porovnávat hodnoty běžné a pohotov\acute{e} likvidity. Je-li

hodnota pohotové likvidity výrazně nižší než hodnota běžné likvidity, poukazuje to na nadměrné množství zásob ve společnosti.

Běžná likvidita

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}} \quad (3)$$

Běžná likvidita označovaná za likviditu 3. stupně nebo též current ratio. Vyjadřuje kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. Tedy jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud by převedl v daném okamžiku svá oběžná aktiva na hotovost. Zde je třeba zkoumat strukturu oběžných aktiv. Podnik, který má nadměrné zásoby, nedobytné pohledávky a minimální stav peněžních prostředků se zanedlouho může dostat do insolvence. Hodnota běžné likvidity by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5. Je ale nutné brát v úvahu, že tento ukazatel nerozlišuje strukturu likvidity oběžných aktiv a také dobu splatnosti krátkodobých závazků. Více v [4, s. 50].

3.3.2 Ukazatele rentability

Rentabilita je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu:

$$\frac{\text{zisk}}{\text{vložený kapitál}} \quad (4)$$

Výnosnost vloženého kapitálu (rentabilita) ukazuje schopnost podniku dosahování zisku a vytváření nových zdrojů použitím investovaného kapitálu. Ukazatele rentability jsou nejvíce zajímavé pro investory a akcionáře. Tyto ukazatele by měly v čase vykazovat rostoucí tendenci, pokud je však ekonomické prostředí podniku v recesi, dá se očekávat, že i tyto ukazatele budou klesat. Tento pokles by však neměl být větší než celkový pokles ekonomiky.

Co se týče údajů, které vstupují do tohoto ukazatele, je třeba rozdělit zisk na tři kategorie. První z nich EBIT – zisk před odečtením úroků a daní – odpovídá provoznímu výsledku hospodaření a slouží pro mezipodnikové srovnání. Druhá kategorie EAT – zisk po zdanění nebo čistý zisk – je ve výkazu zisku a ztráty zaznamenán jako výsledek hospodaření za běžné období. EBT je třetí kategorií – zisk

před zdaněním – jedná se o provozní zisk snížený či zvýšený o finanční a mimořádný výsledek hospodaření, od kterého ještě nebyly odečteny daně. Vložený kapitál rozlišujeme dle typu ukazatele rentability. Podrobněji [4, s. 52].

Rentabilita celkového vloženého kapitálu - ROA

$$ROA = \frac{\textit{zisk}}{\textit{celkový vložený kapitál}} \quad (5)$$

„ROA (return on assets) odráží celkovou výnosnost kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly podnikatelské činnosti financovány.“ [4, s. 53]

Údaje vkládané do zlomku: celkový vložený kapitál odpovídá celkovým aktivům. Do čitatele je možno dosadit EBIT pro srovnání jednotlivých podniků s různým daňovým a úrokovým zatížením nebo EAT (před vyplacením dividend), který v sobě zahrnuje i zdaněné úroky, které jsou vypláceny věřitelům.

Rentabilita vlastního kapitálu - ROE

$$ROE = \frac{\textit{zisk}}{\textit{vlastní kapitál}} \quad (6)$$

ROE (return on equity) je ukazatel, který investorům ukazuje, „zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice.“ [4, s. 54] Je-li výnosnost státem garantovaných (bezrizikových) cenných papírů trvale vyšší než hodnota tohoto ukazatele, investorům se nevyplatí do společnosti investovat a firma tak po delší době nemá potřebné prostředky. Tento požadavek investorů je logický, jelikož investor nese poměrně veliké riziko, které může být zapříčiněno špatným hospodařením či dokonce bankrotem firmy, v jehož důsledku může investor přijít o svůj kapitál. Proto se uvažuje cena vlastního kapitálu (placená ve formě dividendy či podílu na zisku) vyšší než cena cizího kapitálu (placená ve formě úroků), jak uvádí Sedláček [5, s. 63].

Rentabilita tržeb - ROS

$$ROS = \frac{\textit{zisk}}{\textit{tržby}} \quad (7)$$

„ROS (return on sales) – vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, tedy kolik dokáže podnik vyprodukovat efektu na 1 Kč tržeb. Někdy také nazýváno jako ziskové rozpětí sloužící k vyjádření ziskové marže.“ [4, s. 56] Výsledky tohoto ukazatele by neměly být nižší než je průměr v oboru, ve kterém firma působí, jelikož to pak znamená, že ceny výrobků jsou příliš nízké a náklady příliš vysoké. Vliv na výslednou hodnotu tohoto ukazatele nemá jen skutečná hodnota výrobků či služeb, ale ovlivňují ji i marketingová strategie, cenová politika, reklama či módní vlivy.

3.3.3 Ukazatele zadluženosti

Financování aktiv je prováděno pomocí vlastního a cizího kapitálu. Financování jen vlastním kapitálem je neefektivní a příliš drahé, protože nedochází k potřebné výnosnosti vlastních prostředků. Pokud by podnik používal jen cizí kapitál (což není ze zákona možné), bylo by toto velmi rizikové počínání a získávání zdrojů od potenciálních věřitelů by proto bylo velmi nákladné. Úkolem finančního manažera společnosti je tedy najít správný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem – kapitálovou strukturu. Tento poměr je ovlivněn mimo jiné tím, v jakém oboru firma podniká nebo v jaké fázi životního cyklu se nachází. Kapitálová struktura nejvíce zajímá věřitele kvůli míře rizika při poskytování svých prostředků firmám a akcionáře společnosti, jelikož vysoká míra zadlužení podniku se odrazí v rizikovosti akcií.

Celková zadluženost (ukazatel věřitelského rizika, debt ratio)

Mezi základní ukazatele zadluženosti, které jsou tvořeny hlavně z rozvahových položek a ukazují krytí aktiv cizími zdroji, patří ukazatel věřitelského rizika (debt ratio).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (8)$$

„Obecně platí, že čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů.“ [4, s. 58] Je třeba porovnávat výsledek tohoto ukazatele s celkovou výnosností podniku. Je-li procento rentability vyšší než procento z placení úroků, může být vysoká hodnota tohoto ukazatele příznivá i pro držitele kmenových akcií. Dočasný růst zadluženosti může u finančně stabilního podniku vést k rentabilitě vložených prostředků. Jak uvádí Sedláček [5, s. 69] z pohledu vlastníků podniku je výhodnější větší zadluženost firmy a dosáhnoutí tak tzv. finanční páky, jejíž pozitivní účinek je

zaručen, když $ROA >$ úroky za cizí kapitál, než aby byly vydány nové akcie, což by znamenalo snížení vlastnictví a hlasovacích práv dosavadních akcionářů. Z pohledu věřitelského je však upřednostňována nízká hodnota tohoto ukazatele.

Koeficient samofinancování (equity ratio)

$$Equity\ ratio = \frac{vlastní\ kapitál}{celková\ aktiva} \quad (9)$$

Je doplňkovým ukazatelem k ukazateli věřitelského rizika a jejich součet by měl být přibližně roven jedné (nezapočtením ostatních pasiv do jednoho z ukazatelů může vzniknout rozdíl). Ukazuje míru financování aktiv vlastními prostředky (penězi akcionářů) a z toho plynoucí finanční nezávislost firmy.

Koeficient zadluženosti (debt to equity ratio)

$$Koeficient\ zadluženosti = \frac{cizí\ kapitál}{vlastní\ kapitál} \quad (10)$$

Roste podle toho, jak se zvyšuje proporce dluhů ve finanční struktuře podniku. Na rozdíl od ukazatele celkové zadluženosti, který roste lineárně až do 100 %, koeficient zadluženosti se zvyšuje exponenciálně až k nekonečnu, více [5, s. 70]. Převertáčená hodnota tohoto ukazatele je využívána častěji pro měření míry finanční samostatnosti podniku. K cizímu kapitálu je však nutno přičíst leasingové financování pro objektivní náhled na míru finanční samostatnosti, jak uvádí [4, s. 59].

Ukazatel úrokového krytí

$$Ukazatel\ úrokového\ krytí = \frac{EBIT}{nákladové\ úroky} \quad (11)$$

Porovnání výše zisku (před zdaněním a odečtením úroků) a úroků z cizího financování zprostředkovává ukazatel úrokového krytí. „V zahraničí je za doporučenou hodnotu označován trojnásobek nebo i více.“ [4, s. 59] Tato hodnota má svůj význam v tom, že po zaplacení úroků je třeba „odměnit“ ještě akcionáře. Podle Sedláčka [5, s. 71] by měl zisk vyprodukovaný cizím kapitálem pokrýt náklady na vypůjčený kapitál. Je-li totiž výsledek tohoto ukazatele roven jedné, znamená to, že veškerý zisk se musí

použít na zaplacení úroků a nulovou odměnu pro akcionáře. Tento ukazatel také slouží jako informace pro věřitele, jakého zisku je schopna firma dosáhnout a tedy míru schopnosti uhrazení úroků. Ve stavebnictví je častý jev vyšší podíl cizích dlouhodobých zdrojů financování.

3.3.4 Ukazatele aktivity

„Ukazatele aktivity měří schopnost společnosti využívat investované finanční prostředky a vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv.“ [4, s. 60] Dávají nám přehled o hospodaření podniku s aktivy, o době obratu určitých aktiv a zdrojů a ukazují, jak se toto hospodaření promítne na výnosnosti a likviditě. Má-li totiž podnik větší množství aktiv, než je potřeba, zvyšují se mu náklady, což snižuje zisk. Naopak má-li firma nedostatek aktiv, pak se musí vzdát potenciálních podnikatelských příležitostí a přichází o výnosy, kterých mohla dosáhnout. Více [5, s. 66].

Vázanost celkových aktiv

Dává informaci o výkonnosti, se kterou společnost využívá svá aktiva, aby dosáhla tržeb. Pro firmu je dobrá nízká hodnota tohoto ukazatele, jelikož to značí, že nemusí zvyšovat své finanční zdroje. Podobně též [5, s. 66].

$$\text{Vázanost celkových aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{roční tržby}} \quad (12)$$

Ukazatel obratu celkových aktiv

Také označován jako vázanost celkového vloženého kapitálu. Je definován jako

$$\frac{\text{tržby}}{\text{celkový vložený kapitál}} \quad (13)$$

Ideálně by počet obrátek aktiv za dané časové období (nejčastěji rok) měl být vyšší nebo alespoň stejný jako oborový průměr. Pokud tomu tak není, měla by být některá aktiva rozprodána nebo by se měly zvýšit tržby.

Ukazatel obratovosti zásob a doba obratu zásob

$$\text{Obratovost zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{průměrný stav zásob}} \quad (14)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{365 \text{ dní}}{\text{obratovost zásob}} \quad (15)$$

Pro podnik je přínosná co největší obratovost zásob a co nejmenší doba obratu zásob. Obratovost zásob udává, kolikrát se každá položka zásob v průběhu roku prodá a následně znovu uskladní. Podle [5, s. 67] spočívají nedostatky tohoto ukazatele hlavně v tom, že tržby odrážejí tržní hodnotu, zatímco zásoby jsou uváděny v nákladových (pořizovacích) cenách a proto tento ukazatel nadhodnocuje skutečnou obrátku. A další problém obratovosti zásob spočívá v tom, že tržby jsou tokovou veličinou, zatímco zásoby jsou zachyceny ve stavu k určitému okamžiku. Doba obratu zásob pak udává počet dní, ve kterých jsou zásoby uskladněny do doby jejich spotřeby nebo prodeje. V současné době se však většina firem kloní k filosofii just-in-time, která je charakteristická pro zakázkovou výrobu a její princip spočívá ve vyrábění dle časových a množství požadavků zákazníků a v důsledku pro podnik znamená omezení zásob na minimum.

Obratovost pohledávek a doba obratu pohledávek

$$\text{Obratovost pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}} \quad (16)$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{365 \text{ dní}}{\text{obratovost pohledávek}} = \frac{\text{obchodní pohledávky}}{(\text{tržby}/365)} \quad (17)$$

Dobu vázanosti aktiv ve formě pohledávek vyjadřuje ukazatel doba obratu pohledávek. Pro podnik je z hlediska finanční stability důležité, aby tato hodnota byla rovna nebo menší než doba splatnosti faktur. V případě neschopnosti obchodních partnerů včas platit své závazky se může společnost dostat do tzv. druhotné platební neschopnosti, což v důsledku znamená, že neinkasuje-li podnik prostředky za své pohledávky, může se sám stát platebně neschopným. Je však nutno přihlídnout k velikosti podniku, neboť u velkých společností může být nedodržení doby splatnosti

jejich faktur v únosné míře tolerováno, zatímco u malých podniků toto může být po jisté době likvidační.

Obratovost závazků a doba obratu závazků

$$\text{Obratovost závazků} = \frac{\text{tržby}}{\text{závazky}} \quad (18)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{365 \text{ dní}}{\text{obratovost závazků}} = \frac{\text{závazky}}{\text{denní tržby}} \quad (19)$$

Doba obratu závazků udává, jak dlouho firma odkládá proplacení faktur svých dodavatelů. Pro obchodní partnery a věřitele důležitý ukazatel, který jim dává pohled na dodržování obchodně - úvěrové politiky podniku. Pro podnik je optimální, aby doba obratu závazků byla větší než doba obratu pohledávek kvůli finanční rovnováze firmy.

3.3.5 Ukazatele s využitím cash flow

Podstatou analýzy cash flow je hlubší prozkoumání finanční situace společnosti a hodnocení její schopnosti vytvářet z vlastní hospodářské činnosti přebytky pro výplatu dividend, pro investování či hrazení závazků. Mezi základní je možno považovat ty ukazatele, které poměřují cash flow z provozní činnosti k některým položkám rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty.

Pro vyjádření peněžního toku, který vyjadřuje vnitřní potenciál firmy - cash flow z hospodářské činnosti či provozní činnosti, slouží vztah vyjádřený v tabulce 3.3.5 - 1.

Tabulka 3.3.5 – 1 – Výpočet cash flow z hospodářské činnosti

Zisk
+ Odpisy
± Změna stavu rezerv a časového rozlišení
± Změna stavu opravných položek k majetku
± Vyloučení hospodářského výsledku z prodeje dlouhodobého majetku
± Změna stavu oběžného majetku a krátkodobých závazků
= Cash flow z hospodářské činnosti firmy

Zdroj: [5, s. 80]

Rentabilita tržeb

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{tržby}} \quad (20)$$

Ukazatel vyjadřuje finanční výkonnost firmy. Pokles hodnoty ukazatele je zapříčiněn buď zvýšením výnosů, nebo snížením vnitřního finančního potenciálu podniku. Je vhodným doplňkem k ukazateli ziskové rentability, jelikož není příliš ovlivněn stavem fixních aktiv (nové, odepsané) a investičními cykly.

Obratová rentabilita

$$\text{Obratová rentabilita} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{obrat}} \quad (21)$$

Obrat je zde představován příjmy z běžné činnosti. Ukazatel prezentuje schopnost podniku vytvářet finanční přebytky z obrátového procesu. Vypovídací schopnost se zvyšuje v kombinaci s obrátkou kapitálu (obrat / celkový kapitál). Součinem obou ukazatelů dostaneme ukazatel finanční efektivity celkového kapitálu.

Rentabilita celkového kapitálu

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{kapitál}} \quad (22)$$

Ukazatel poskytuje pohled na situaci, jestli jsou aktiva firmy schopna vyprodukovat tolik, kolik vyžadují splátky úvěrů. Je-li rentabilita měřená pomocí cash flow nižší, než je průměrná úroková míra placená bankám z úvěrů, vyplývá z toho, že bankovní úvěry pro podnik představují hrozbu.

Stupeň oddlužení

$$\text{Stupeň oddlužení} = \frac{\text{CF z provozní činnosti}}{\text{cizí kapitál}} \quad (23)$$

Ukazatel vyjadřuje schopnost podniku splácet své závazky vlastními finančními prostředky. V praxi bývá interpretován jako převrácená hodnota doby návratnosti úvěru. Optimálně by se jeho hodnota měla pohybovat v rozmezí 20 – 30 %. Podobně [4, s. 64].

Rentabilita vlastního kapitálu z CF

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{cash flow z provozní činnosti}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (24)$$

Hodnotí vnitřní finanční potenciál vlastního kapitálu a doplňuje ukazatel ziskové rentability vlastního kapitálu, od kterého se odlišuje tím, že není ovlivněn odpisy a tvorbou dlouhodobých rezerv.

3.4 Souhrnné indexy hodnocení

Vyjadřují souhrnnou charakteristiku celkové finančně – ekonomické situace a výkonnosti podniku pomocí jednoho čísla. Slouží hlavně pro rychlé a globální srovnání řady podniků a jako podklad pro jejich další hodnocení. Důvodem pro použití souhrnných indexů hodnocení je z formálního hlediska sestavení jednoduchého modelu, který zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Takovýto model má podle Růčkové [4, s. 70] tři základní funkce:

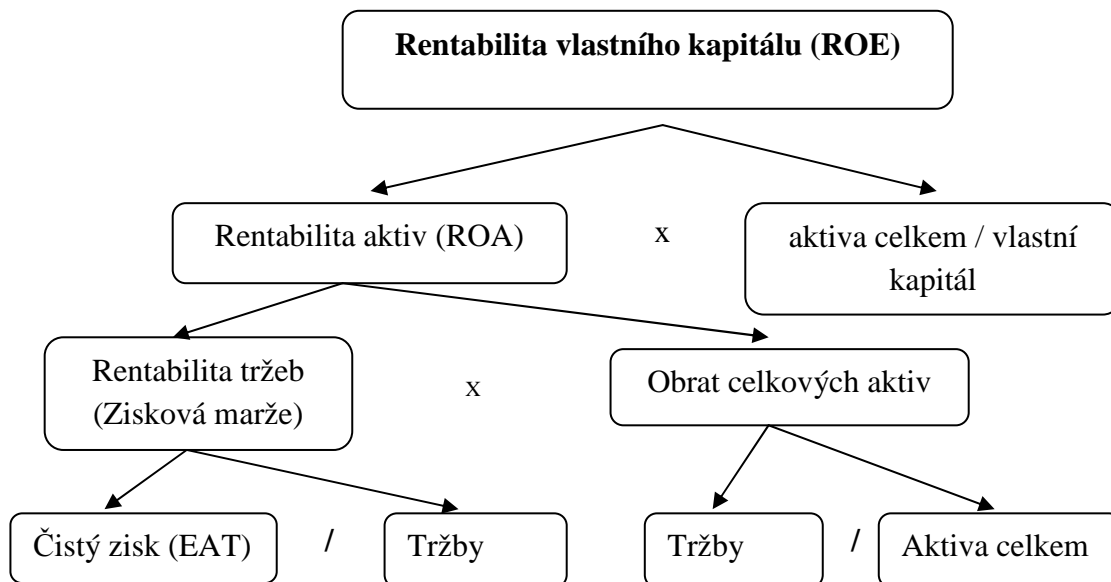
- „vysvětluje vliv změny jednoho nebo více ukazatelů na celé hospodaření firmy,
- ulehčuje a zpřehledňuje analýzu dosavadního vývoje podniku,
- poskytuje podklady pro výběr rozhodnutí z hlediska firemních či externích cílů.“

Soustavy ukazatelů se rozdělují do dvou skupin a to do soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů, u kterých existuje matematická provázanost, a do účelově vybraných skupin ukazatelů, které diagnostikují finanční situaci firmy a predikují její krizový vývoj.

3.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů

Tyto ukazatele rozkládají ukazatele na vrcholu pyramidy do dalších dílčích ukazatelů pomocí multiplikatивních (násobení či dělení) nebo aditivních (sčítání nebo odčítání) vazeb. Popisují vzájemné závislosti jednotlivých ukazatelů a pomocí zásahů do jednotlivých ukazatelů zkoumají, jaký takovýto zásah vyvolá účinek. První takovýto rozklad byl použit v chemické společnosti Du Pont de Nemeurs [5, s. 103], který dodnes zůstává nejtypičtější pyramidovým rozkladem a zkoumá rozklad rentability vlastního kapitálu. Ziskovou marži zkoumá levá strana diagramu, zkoumají se

jednotlivé druhy nákladů, je-li marže nízká nebo má-li klesající tendenci. Pravá strana diagramu se zabývá obratem celkových aktiv.



Obrázek 1 - Du Pont rozklad, zdroj: [5, s. 103].

3.4.2 Soustavy účelově vybraných ukazatelů

Tato kategorie zahrnuje dva typy modelů a to bankrotní a bonitní modely. Oba ohodnotí firmu jednou jedinou číselnou charakteristikou, která má za úkol posoudit finanční zdraví firmy. Rozdíly mezi nimi spočívají v účelu, k jakému byly vytvořeny.

Bankrotní modely dávají analytikovi obraz o tom, hrozí-li firmě bankrot v blízké budoucnosti. Předpokládá se totiž, že firma, která je ohrožena bankrotem, vykazuje jistý čas před tímto okamžikem určité problémy spojené například s běžnou likviditou, s výší čistého pracovního kapitálu či rentabilitou celkového vloženého kapitálu. Mezi tyto modely patří Altmanův model a Index důvěryhodnosti.

Mezi **bonitní** modely patří Kralickův Quicktest a Tamariho model. Tyto modely na základě srovnání s jinými firmami v rámci jednoho oboru podnikání hodnotí, zda se analyzovaná společnost řadí mezi dobré, či špatné firmy. Přiřazují firmě jeden koeficient, který je složen z účelového výběru ukazatelů a nejuvýstižněji ji klasifikuje.

Altmanův model (Z – skóre)

Je založen na principu součtu hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, z nichž každý má stanovenou nějakou váhu. Jeho smyslem je jednoduše odlišit podniky, kterým hrozí bankrot od těch, u kterých je pravděpodobnost bankrotu minimální. Altmanův model má dvě varianty, první se týká firem s veřejně obchodovatelnými akciemi a druhý je určen pro ostatní podniky. Mnou analyzovaná společnost není veřejně obchodovatelná na burze, proto je zde uvedena pouze druhá varianta tohoto modelu.

$$Z = 0,717*A + 0,847*B + 3,107*C + 0,42*D + 0,998*E \quad (25)$$

A = pracovní kapitál/celková aktiva B = zisk po zdanění/celková aktiva

C = zisk před zdaněním a úroky/celková aktiva

D = základní kapitál/celkové dluhy E = celkové tržby/celková aktiva

Je-li výsledná hodnota $Z > 2,9$ firma se nachází v uspokojivé finanční situaci. Pokud je výsledek v intervalu $1,2 < Z \leq 2,9$ jedná se o pásmo tzv. šedé zóny, což je nevyhraněná finanční situace. A pokud výsledek $Z \leq 1,2$ pak je firma ohrožena vážnými finančními problémy. [5, s. 129]

Index důvěryhodnosti

Autoři tohoto modelu jsou manželé Neumaierovi a tento model byl zpracován s ohledem na české prostředí. Opět se jedná podobně jako u Altmanova modelu o rovnici, která je složena z několika poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena určitá váha. Index důvěryhodnosti lze rozdělit z hlediska uživatelů tohoto modelu na věřitelský model IN95 a na vlastnický model IN99.

$$IN95 = 0,34*(A/CZ) + 0,11*(EBIT/U) + 5,74*(EBIT/A) + 0,35*(T/A) + 0,1*(OA/(KZ+KBU)) + 16,54*(ZPL/T) \quad (26)$$

A = aktiva, CZ = cizí zdroje, U = nákladové úroky, T = tržby, OA = oběžná aktiva, KZ = krátkodobé závazky, KBU = krátkodobé bankovní úvěry, ZPL = závazky po lhůtě splatnosti

Váhy u jednotlivých poměrových ukazatelů jsou v modelu IN95 stanoveny podle toho, v jakém odvětví firma podniká, v uvedené rovnici jsou váhy pro obor stavebnictví. Pro výsledky jsou stanoveny tyto intervaly: je-li IN95 vyšší než 2, je podnik finančně zdravý; pokud je výsledná hodnota IN95 v intervalu 1-2, firma se nachází v zóně nevyhraněných výsledků a mohou nastat problémy s placením závazků a je-li IN95 menší než 1, firma se pravděpodobně ocitne v existenčních problémech.

$$IN99 = - 0,017*(CZ/A) + 4,573*(EBIT/A) + 0,481*(V/A)+0,015*(OA/(KZ+KBU)) \quad (27)$$

V = výnosy, ostatní proměnné jsou stejné jako v modelu IN95. Výsledky lze hodnotit dle následujících intervalů: $IN \geq 2,07$ finančně zdravý podnik, $0,684 < IN < 2,07$ potenciální problémy a když $IN \leq 0,684$ podnik má finanční problémy. Tento model má váhy pro všechny obory stejné, jelikož z investorského hlediska není primární, v jakém oboru společnost podniká, ale jak dokáže hospodařit se svěřenými finančními prostředky. [3, s. 98]

Kralickův Quicktest

Kralickův Quicktest je složen z poměrových ukazatelů čtyř základních oblastí finanční analýzy – stability, likvidity, rentability a hospodářského výsledku – aby mohl analytik zhodnotit jak finanční stabilitu, tak i výnosovou situaci firmy. Ukazatelé jsou následující:

$$R1 = \frac{\textit{vlastní kapitál}}{\textit{aktiva celkem}} \quad (28)$$

$$R2 = \frac{\textit{(cizí zdroje - peníze - účty u bank)}}{\textit{provozní cash flow}} \quad (29)$$

$$R3 = \frac{\textit{EBIT}}{\textit{aktiva celkem}} \quad (30)$$

$$R4 = \frac{\textit{provozní cash flow}}{\textit{výkony}} \quad (31)$$

První dvě rovnice hodnotí finanční stabilitu firmy a další dvě výnosovou situaci firmy. K vypočteným hodnotám se přiřadí body podle tabulky 3.4.2 – 1.

Tabulka 3.4.2 – 1 – Bodování výsledků rovnic Kralickova Quicktestu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 - 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 – 5	5 – 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 - 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 - 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Zdroj: [4, s. 81]

Další postup spočívá v zhodnocení finanční stability, což je součet bodových hodnot R1 a R2 dělený dvěma, poté zhodnocení výnosové situace součtem bodových hodnot R3 a R4 dělený dvěma a jako poslední krok je zhodnocení celkové situace součtem hodnot finanční stability a výnosové situace opět podělený dvěma. Pokud je výsledná hodnota větší než 3, jedná se o bonitní firmu. Pokud je výsledek v intervalu 1 – 3, je firma v šedé zóně nevyhraněných výsledků a je-li celkový výsledek menší jak 1, ocitá se firma ve finančních problémech. Podobně v [4, s. 81].

Tamariho model

Autor tohoto modelu finanční situaci předvídal na základě šesti ukazatelů. První rovnice T1 hodnotí finanční samostatnost podniku, rovnice T2 se zabývá vázaností vlastního kapitálu a výsledkem hospodaření, rovnice T3 řeší běžnou likviditu a další tři rovnice se zabývají provozní činností.

$$T1 = \text{vlastní kapitál/cizí zdroje (32)} \quad T2 = \text{EAT/celková aktiva} \quad (33)$$

$$T3 = \text{oběžná aktiva/krátkodobé dluhy} \quad (34)$$

$$T4 = \text{výrobní spotřeba/průměrný stav nedokončené výroby} \quad (35)$$

$$T5 = \text{tržby/průměrný stav pohledávek (36)} \quad T6 = \text{výrobní spotřeba/pracovní kapitál (37)}$$

Výsledné hodnoty z jednotlivých rovnic jsou obodovány podle Tamariho bodové stupnice, kterou uvádí např. Růčková [4, s. 82]. Součet bodů tvoří tzv. „Tamariho rizikový index“, jehož maximální hodnota činí 100 bodů. Čím vyšší je výsledné číslo, tím lepší je bonita analyzované firmy.

4 Teorie řízení hodnoty (Value based management)

Klasický přístup v hodnocení výkonnosti podniku je založen na sledování strategických a finančních cílů. Mezi strategické cíle zejména patří růst tržního podílu firmy či zavádění nových technologií a výrobků. Ukazatele postavené na hodnocení výsledků firmy pomocí účetních výkazů sledují finanční cíle firmy. Z hospodářského výsledku firmy jsou pak většinou počítány ukazatele rentability, které poskytují obraz o rentabilitě investovaného kapitálu. Tento přístup má však svá negativa. Jedná se hlavně o možnost ovlivňování výše vykázaného zisku i pomocí legálních účetních postupů a o účetními ukazateli nezohledňovanou časovou hodnotu peněz a rizika. V praxi tedy neznamená, že vysoký hospodářský výsledek se automaticky rovná růstu akcií na kapitálovém trhu. Proto se do popředí začíná dostávat nový způsob nahlížení na výkonnost podniku a to schopnost tvorby hodnoty pro vlastníky firmy. Nové ukazatele by tedy měly více zohledňovat tvorbu akcionářské hodnoty a možné riziko.

Na firmu působí mnoho subjektů, které jsou s firmou v nějakém zájmovém vztahu. Tyto subjekty jsou nazývány stakeholders a patří mezi ně například zákazníci, subdodavatelé, věřitelé, zaměstnanci a akcionáři. Akcionáři (vlastníci) se v terminologii hodnotového řízení podniku nazývají shareholders. Jsou zde proti sobě postaveny zájmy vlastníků na jedné straně a zájmy ostatních zúčastněných na straně druhé. Jde o to, čí zájmy budou při řízení společnosti preferovány. Zájmy jsou v této teorii nahrazovány pojmem value, který vyjadřuje prospěch, který firma danému subjektu přinese. Podle [3, s. 21-27] a [2, s. 10-11] je správnou cestou maximalizace akcionářské hodnoty – shareholder value. Vlastníci firmy (shareholder) jsou zatíženi rizikem podnikání na rozdíl od stakeholderů, jež mají každý odlišné cíle (například zaměstnanci co nejvyšší mzdy nebo stát co nejvyšší daně). Firma svou vytvořenou hodnotu nejdříve rozděljuje mezi stakeholdery (platí daně, vyplácí mzdy, platí úroky a závazky) a až poté zbylá část společností vytvořené hodnoty připadne vlastníkům. Ti pochopitelně za své investice do podniku a za riziko, které nesou, požadují odpovídající výnos. Ten by se měl minimálně rovnat výnosu, který by vlastníci obdrželi, kdyby investovali do alternativní stejně rizikové investice (náklad vlastního kapitálu je určen výnosem stejně rizikové investice). Podstatou této myšlenky je, že společnost, která je schopna uspokojit své vlastníky a maximalizovat jejich hodnotu, má šanci na dlouhodobou existenci a přináší

prospěch i stakeholderům. Shareholder value je prioritní, jelikož vede i k maximalizaci stakeholder value. Aby podnikání mělo smysl, je třeba, aby firma tvořila bohatství, tedy aby zhodnocovala investovaný kapitál.

4.1 Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added–EVA)

Na začátku devadesátých let přišli Američané Stewart a Stern s metodou ekonomické přidané hodnoty EVA. Základní myšlenkou této metody je rozlišování mezi účetním ziskem a tzv. ekonomickým ziskem – nadziskem. Jsou – li společně s běžnými náklady uhrazeny i náklady kapitálu (jedná se hlavně o náklady vlastního kapitálu), v takovém případě vzniká ekonomický zisk. Příčinou zavedení ukazatele ekonomických zisků bylo sestavení ekonomického ukazatele, jenž by zohledňoval následující požadavky:

- Vykazování co nejužší vazby na hodnotu akcií (shareholder value), která by měla být prokazatelná statistickými propočty.
- Možnost využití co nejvíce účetních informací a údajů a kvůli zjednodušení výpočtu ukazatele a kvůli propojení s klasickými dosud používanými ukazateli také využití ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny.
- Zahrnutí kalkulace rizika a zohlednění rozsahu vázaného kapitálu.
- Schopnost hodnocení výkonnosti a oceňování podniků. Podrobněji v [2, s. 12].

4.1.1 Výpočet ukazatele EVA

Ukazatel EVA pomáhá investorům v jejich rozhodování, do kterého podniku investovat, jelikož výsledky tohoto ukazatele určitého podniku poukazují, zda investované prostředky budou ve společnosti dosahovat vyšší hodnoty či nikoliv. Základní podoba ukazatele je podle Maříka [2, s. 13] následující:

$$EVA = NOPAT - Capital (NOA) * WACC \quad (38)$$

NOPAT = net operating profit after taxes, tedy zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani

Capital (NOA) = kapitál (net operating assets) vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, což jsou aktiva potřebná k hlavnímu provozu podniku

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)

Je-li výsledek ukazatele EVA kladný, znamená to, že byla vytvořena nová hodnota, tedy výnosy pokryly odměnu investorů za podstoupené riziko a ještě vytvořily něco navíc pro vlastníky. Je-li záporný, dochází k úbytku hodnoty.

Ekonomický zisk – základní myšlenka ukazatele EVA - je pojem, kterým je nazýván rozdíl mezi ziskem z operační činnosti (NOPAT) a průměrnými váženými náklady na kapitál (WACC). Operační činnost je sice podobný pojem jako provozní v našem účetnictví, není ale totožný a vykazuje některé věcné rozdíly. Jako operační činnost je nazývána „taková činnost podniku, která slouží základnímu podnikatelskému účelu.“ [2, s. 15] Jedná se například o investice dočasně volných peněz do cenných papírů. Důvodem pro toto dělení je různá výše podnikatelského rizika u různých činnostech podniku a z toho vyplývající rozdílné diskontní míry pro výnosy z provozní a neprovozní činnosti. Dále je třeba zohlednit ve výpočtu ekonomického zisku minimální požadovanou výnosnost vlastního i cizího kapitálu, jež bere v úvahu pohled akcionáře a jeho riziko. Pro akcionáře je tedy důležité, aby rentabilita vlastního kapitálu byla alespoň rovna nákladům na vlastní kapitál, které jsou brány jako náklady ušlé příležitosti. V praxi se rentabilita vlastního kapitálu nahrazuje většinou celkovou rentabilitou aktiv, která by měla být vyšší nebo alespoň rovna průměrným váženým nákladům kapitálu, což jsou souhrnně vyjádřeny nároky věřitelů i akcionářů.

$$\frac{NOPAT}{\text{Operační aktiva}} \geq WACC \quad (39)$$

4.1.2 Přeměna účetních dat na ekonomický model

Pro výpočet ukazatele EVA jsou potřeba data z účetních výkazů. Jedná se o výsledek hospodaření z operačních činností a jemu odpovídající aktiva a průměrné vážené náklady kapitálu. Jelikož však je ukazatel ekonomické přidané hodnoty založen na ekonomickém modelu, je třeba upravit data z účetnictví s ohledem na potřeby akcionářů a konzistenci dat potřebných k měření výnosnosti. V účetnictví se uplatňuje zásada opatrnosti a průkaznosti kvůli potřebám věřitelů. Důsledkem toho je například oceňování aktiv historickými cenami (nebo pomocí vlastních nákladů) a jsou-li aktiva přeceňována, tak většinou na nižší cenu. Toto ovšem neposkytuje reálný obraz aktiv a

pasiv podniku, který je velmi důležitý pro akcionáře. Dále je důležité rozhodnutí, jaký majetek je vhodné započítat do operačních aktiv, které souvisejí se základní činností podniku. Tyto potřeby vyjadřují nutnost konverze účetního modelu na model ekonomický, tedy nutnost úpravy hospodářské situace uvedené v účetnictví na zobrazení takové, které se blíží pohledu kapitálového trhu. Úplný seznam úprav účetních dat obsahující 164 položek je obchodním tajemstvím firmy Stern – Stewart a kol. (tedy autorů modelu EVA), dle Maříkových [2, s. 25] ale stačí provést alespoň tyto čtyři základní kroky:

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

Konverze na operační aktiva

Operační aktiva jsou chápána jako hodnota vázána v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Jedná se o účetní aktiva, která jsou dále upravena například o náklady na výzkum a vývoj, které jsou aktivovány a postupně odepisovány. Dojde ke zvýšení aktiv oproti stavu uvedenému v účetnictví, což se projeví ve zvýšení vlastního kapitálu o tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu. Dále je třeba takto upravenou hodnotu aktiv snížit o explicitně neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadem nákladů na tyto položky kapitálu. V rámci práce s ukazatelem EVA se pak hovoří o pojmu čistá operační aktiva (net operating assets – NOA). [2, s. 25]

Konverze finančních zdrojů

Slouží pro zobrazení reálného a úplného financování podniku, což znamená zohlednění a doplnění všech zdrojů financování - především o financování leasingem - úpravy se provádějí zvýšením operačního výsledku hospodaření (NOPAT) o úrokovou část leasingových splátek a aktivací leasingových plateb do hmotného majetku, což je důsledek chápání operativního leasingu jako investice. Dále jde o doplnění vykazovanými rezervami a úpravou finančních zdrojů o krátkodobé neúročené závazky.

Konverze daňová

Mezi NOPAT (operačním výsledkem hospodaření po odpočtu upravených daní) a účetním výsledkem hospodaření je rozdíl, jenž má v prostředí ekonomického modelu za následek úpravu daní. Tyto úpravy spočívají především ve výpočtu daně za předpokladu, že by podnik nebyl financován cizím kapitálem – pouze vlastním. Předpokladem totiž je, že cizí financování má být zohledněno pouze v kapitálových nákladech. Následkem tohoto nejsou daně snižovány nákladovými úroky, a tudíž se nebere v úvahu daňový štít. [2, s. 26]

Konverze akcionářská

Jak je již zmíněno v odstavci konverze na operační aktiva, do výpočtu čistých operačních aktiv NOA se započítává řada položek (např. některé složky nehmotných aktiv – např. náklady na výzkum a vývoj), důsledkem toho se musí upravit i strana pasiv, tedy hlavně zvýšení vlastního kapitálu. V upravené rozvaze se toto vykáže jako tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu. Do nich lze zahrnout i přecenění aktiv směrem k tržním hodnotám

4.1.3 Propočet základních položek ekonomické přidané hodnoty

Jedná se o výpočet výsledku hospodaření (NOPAT), operačních aktiv (NOA) a průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Jde zejména o úpravy údajů, které jsou vykázány v účetnictví, do položek vstupujících do vlastního výpočtu EVA.

Propočet operačních aktiv (NOA)

Zdrojem informací pro výpočet NOA je rozvaha. Je však potřeba z aktiv vydělit neoperační aktiva, aktivovat v tržním ocenění položky, které účetně v aktivech nejsou vykazovány a snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Vyloučení neoperačních aktiv

Tento krok do jisté míry závisí na odborném posouzení analytika firmy a také rozhodnutí určení, která aktiva mají operační charakter (a jsou tedy nezbytná pro základní činnost podniku) a která jsou neoperační, záleží na konkrétní situaci analyzovaného podniku. V případně krátkodobých cenných papírů a podílů se jedná o

krátkodobé uložení peněz a slouží často jako rezerva na splácení úvěru či financování investic. Prodej takovýchto cenných papírů neohrožuje operační činnost podniku a tyto cenné papíry tedy slouží jako strategická rezerva, která nemá charakter operačního aktiva. Co se týče peněžních prostředků, je třeba je udržovat jen na nezbytně nutné výši, která se určí například ukazatelem peněžní likvidity nebo stanovením nezbytně nutného stropu absolutní částkou. Přebytek nad tuto sumu je třeba nezapočítávat do NOA, avšak provozně nutnou část ano. U dlouhodobého finančního majetku je třeba se podívat na účel těchto finančních investic. Do NOA se započítávají investice oceněné na základě jejich tržní hodnoty a jedná se o takové investice, pomocí kterých dochází k propojení mezi hlavní činností analyzované firmy a společností, do které analyzovaná firma investovala. Následkem toho je ale dále potřeba upravit i výši výsledku hospodaření (NOPAT), tedy zvýšit NOPAT o výnosy z investice, která je začleněna v NOA. Součástí NOA tedy pak nejsou ty dlouhodobé finanční investice, které jen slouží pro uložení peněz a v důsledku toho je také třeba odečíst výnosy z těchto investic z NOPAT. Nemá-li analytik potřebné informace k dlouhodobým finančním investicím, tak je do NOA nezahrnuje. Z výpočtu čistých operačních aktiv je třeba vyloučit také vlastní akcie, nedokončené investice a jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti (například nevyužité či pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby).

Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Do NOA je dále třeba započítat finanční leasing. Mezi základní rysy finančního leasingu patří hlavně kupní právo nájemce na pronajímanou věc a také to, že nájemce nese rizika ale i užitky spojené s vlastnictvím předmětu. V České republice je rozhodující formálně právní stav věci (tedy předmět leasingu je vykazován v rozvaze majitele – pronajímatele). Avšak dle Mezinárodního účetního standardu 17 je zapotřebí ekonomický pohled na věc, tedy potřeba upravit rozvahu nájemce tak, aby byl předmět leasingu aktivován a do pasiv se dostaly z něj plynoucí závazky. Potřebné úpravy je nutné udělat i ve výkazu zisku a ztráty. Autoři Mařík, Maříková [2, s. 30] doporučují potřebné úpravy provést dle postupu uvedeném v Mezinárodním účetním standardu 17 založeném na simulaci koupě předmětu na úvěr. Tento postup je založen na určení implicitní úrokové míry, což je „taková míra, při které se rovná současná hodnota všech plateb spojených s leasingovou smlouvou tržní ceně, za kterou by bylo možné v době

zahájení leasingu daný předmět koupit.“ [2, s. 31] Tato hodnota je poté využívána pro ocenění aktiva, které je odepisováno a rovná se výši závazku pro podnik.

Oproti finančnímu leasingu není možné aktivovat majetek při použití operačního leasingu a nájmu, Mezinárodní účetní standardy však zmiňují, že „pro zachycení aktiva v účetní závěrce není podstatné, zda máme k aktivu vlastnické právo, ale to, zda máme pod kontrolou užítky z tohoto aktiva.“ [2, s. 40] Je tedy doporučeno aktivovat především dlouhodobě pronajaté objekty pomocí výpočtu implicitního finančního nákladu z nájmu – tedy jako současnou hodnotu budoucích plateb nájemného a z ní určit nákladové úroky.

Při úpravě účetních dat z rozvahy na ekonomický model vznikají ekvivalenty vlastního kapitálu, jejichž příčina je potřeba zohlednění pohledu vlastníka na oceňování aktiv v podniku. Tento pojem vznikl proto, aby byla vymezena část vlastního kapitálu, jež není součástí vlastního kapitálu v účetnictví, ale je k němu přidána úpravami na ekonomický model.

Do ekvivalentů vlastního kapitálu je dále nutné zahrnout odchylky mezi vykázanou a skutečnou hodnotou pohledávek, opravné položky k pohledávkám mohou totiž vést ke vzniku tichých rezerv či k nadhodnocování výše pohledávek. To samé platí u použití metody LIFO (Last in, First out), která sice není u nás povolena, ale je povolena v Mezinárodním účetním standardu 2, podmínkou použití je však vykázání rozdílu oproti ocenění metodou FIFO (First in, First out). Metoda LIFO tedy také umožňuje vznik tiché rezervy, jež by měla být přičtena k ekvivalentům vlastního kapitálu jako součást NOA. Podobně též v [2, s. 41].

V dosavadní praxi oceňování dlouhodobého majetku se pracuje s pořizovacími cenami. Ty však mají dva zásadní nedostatky a to, že neberou v úvahu růst cen a pomíjejí vliv technického pokroku. Chceme-li vzít v potaz růst cen, je vhodné použít cenových indexů, nejlépe cenové indexy výrobců. Je doporučováno při oceňování dlouhodobých aktiv přecenit tyto aktiva na úrovni reprodukčních cen snížené o reálné opotřebení. Dále je žádoucí použití tržních cen u dlouhodobých podílových cenných papírů.

Další problém vzniká při aktivaci nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky. Zde se jedná zejména o náklady na výzkum a vývoj. Při používání ukazatele EVA se většinou tyto náklady řadí mezi nehmotná aktiva společně s náklady spojené se vstupem na nové trhy, náklady na marketing, náklady na vzdělávání zaměstnanců a náklady spojené s restrukturalizací podniku. Do čistých operačních aktiv se dále započítává i goodwill, což je rozdíl mezi cenou za 100 % podíl na základním kapitálu při koupi podniku a mezi reálným oceněním aktiv a závazků. Jeho hodnota souvisí s výkonnostním potenciálem firmy. Goodwill by se měl vykazovat v brutto hodnotě – bez oprávek, jelikož „u dobře fungujícího podniku by se hodnota goodwillu neměla snižovat.“ [2, s. 45] Pomocí ekvivalentů vlastního kapitálu je třeba přiřadit k účetnímu vlastnímu kapitálu také to, když management podniku záměrně snižuje hodnotu aktiv, či vytváří nadbytečné rezervy pomocí odpisů a opravných položek u aktiv a pomocí rezerv v pasivech.

Krátkodobé, explicitně neúročené závazky

Dodavatelské úvěry, které nejsou explicitně úročené, jsou významnou součástí krátkodobých závazků. Finanční náklady s těmito úvěry spojené se však většinou zahrnují do nákupních cen, což má ale za následek, že vykázaný operační výsledek hospodaření je nižší o tyto skryté finanční náklady. Při použití ukazatele EVA jsou však tyto náklady na cizí kapitál odečítány spolu s náklady na vlastní kapitál, je tedy potřeba neodečítat z operačního výsledku hospodaření náklady na cizí kapitál. To se dá provést dvěma způsoby: zvýšením NOPAT (výsledku hospodaření) o implicitní úroky nebo opravou vykázaných aktiv, tedy snížením NOA o neúročené závazky. Více v [2, s. 46].

Shrnutí dopadů provedených úprav v rozvaze určené pro výpočet EVA

Tabulka 4.1.3 – 1 – Provedené úpravy v rozvaze pro výpočet EVA

<i>Úpravy provedené v aktivech</i>	<i>Úpravy provedené v pasivech</i>
Dlouhodobá aktiva	Vlastní kapitál
(-) neoperační dlouhodobý majetek (+) goodwill (v brutto hodnotě) (+) dlouhodobý nehmotný majetek z aktivovaných nákladů (+) zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku z přecenění (tiché rezervy) (+) hodnota pronajatého majetku (leasing) (+) kumulované neobvyklé ztráty (-) kumulované neobvyklé zisky	<i>Změny vyvolané úpravou aktiv</i> (-) neoperační aktiva (+) goodwill (v brutto hodnotě) (+) aktivované náklady (nehmotná aktiva) (+) tiché rezervy (±) případná úprava VH o náklady spojené s leasnímgem (kumulovaně) (+) kumulované neobvyklé ztráty (-) kumulované neobvyklé zisky
Oběžná aktiva	<i>Změny ostatní</i>
- neoperační oběžná aktiva + tiché rezervy z přecenění oběžných aktiv (-) neúročené krátkodobé závazky	(+) nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků
	Cizí kapitál
	<i>Změny vyvolané úpravou aktiv</i> (-) krátkodobé neúročené závazky (včetně časového rozlišení pasivního) (+) závazky z leasingu <i>Změny ostatní</i> (-) nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků

Zdroj: [2, s. 49]

Určení velikosti operačního výsledku hospodaření – NOPAT

Jelikož byla součástí úprav pro určení čistých operačních aktiv NOA aktivace některých činností, musí se poté do výpočtu výsledku hospodaření NOPAT zařadit jim odpovídající náklady a výnosy. Je také zapotřebí učinit rozhodnutí, z jakého základu se bude NOPAT určovat, jestli z výsledku hospodaření z běžné činnosti či z provozního výsledku hospodaření. Dle Maříka a Maříkové [2, s. 53] je v podmínkách naší země praktičtější vyjít z provozního výsledku hospodaření, který ze své podstaty více odpovídá výslednému NOPAT a vyžaduje u běžných podniků méně úprav.

Tabulka 4.1.3 – 2 – Shrnutí úprav pro určení NOPAT

Provozní výsledek hospodaření
(-) provozní výnosy z neoperačního majetku
(+) finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA
(+) provozní náklady na neoperační majetek
(+) odpisy goodwillu
(+) původní náklady s investičním charakterem
(-) odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
(+) leasingová platba (původní náklad na leasing)
(-) odpisy majetku pronajatého na leasing
(-) neobvyklé zisky
(+) neobvyklé ztráty
Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
Úprava daní na úroveň NOPAT

Zdroj: [2, s. 53]

Co se týče úpravy daní, je třeba zjistit fiktivní daň, která by se platila z operačního výsledku hospodaření. Postup spočívá ve vydělení splatné daně účetním výsledkem hospodaření. Tím se získá skutečná daňová sazba, kterou se následně vynásobí NOPAT. [2, s. 51]

Určování nákladů kapitálu

Určení sazby nákladů kapitálu je pro výpočet ukazatele EVA důležité ze dvou důvodů. Určuje minimální rentabilitu kapitálu a dále je základnou pro diskontování budoucích EVA při oceňování pomocí této hodnoty. Při tomto procesu určování nákladů kapitálu je třeba mít na paměti, že ukazatel EVA existuje ve více variantách – EVA – entity, EVA – equity a EVA – APV. Za základní je považován ukazatel EVA entity, jehož podstatou je to, že NOPAT obsahuje jak výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, tak i výnosy věřitelů – tedy úroky z cizího kapitálu. K ideálnímu rozpoložení nároků slouží průměrné vážené náklady kapitálu – WACC. Podstatou EVA equity je vyjádření požadavků jen na úrovni vlastního kapitálu (při současné úpravě

NOPAT – snížení o placené úroky). EVA APV řeší situaci stanovení diskontní míry na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení podniku. [2, s. 54]

Průměrné vážené náklady kapitálu jako základ pro určení diskontní míry

Výpočet WACC se provede dle vzorce:

$$WACC = \frac{E}{C} * r_e + \frac{D}{C} * r_d * (1 - t) \quad (40)$$

r_e náklad na vlastní kapitál r_d náklad na cizí zpoplatněný kapitál

E vlastní kapitál D cizí zpoplatněný kapitál

C = E + D celkový kapitál t sazba daně z příjmů

V problematice určení vah jednotlivých složek kapitálu je důležitá zásada používat váhy vypočtené z tržních hodnot, v důsledku toho ale vzniká tzv. „cirkulační problém“. [2, s. 55] Pro dosazení do vzorce je totiž zapotřebí znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, což je ale de facto výsledek. Autoři Mařík a Maříková [2, s. 55] tedy doporučují následující postup. Základem pro volbu vah je zvolení si plánované po celé plánovací období stabilní cílové struktury kapitálu. Dále se uvažuje podřízení politiky zadlužování/oddlužování firmy nárokům plynoucím ze zvolené struktury kapitálu (ne vlastnímu financování podnikových potřeb). Pro sladění zvolené a propočtené kapitálové struktury je třeba použít iterativních propočtů.

Při použití cizího kapitálu jsou smluvně ošetřeny úrokové náklady – tedy náklady na cizí kapitál. Při použití cizího kapitálu se využívá daňového štítu – úspor na dani. Pro přesnější stanovení nákladů na cizí kapitál je možnost použít tržních údajů, což znamená využití údajů z kapitálového trhu o výnosnosti dluhopisů se stejnou bonitou, jakou má oceňovaný podnik.

Náklady na vlastní kapitál v sobě odrážejí požadovanou výnosnost z pohledu vlastníků. Lze se na ně dívat ze dvou úhlů pohledu. Na náklady kapitálu jako finanční náklad a náklady kapitálu jako náklady příležitosti. Finanční pojetí u akciových společností v sobě zahrnuje dividendy, náklady na zvyšování kapitálu a někdy i náklady na likvidaci podniku. Finanční pojetí je používáno spíše managementem společnosti.

Vlastníci firmy považují náklady vlastního kapitálu jako náklady příležitosti. Jde tedy o to určit velikost výnosu, který by investor získal při stejném riziku, kdyby investoval mimo analyzovaný podnik. Pro stanovení tohoto výnosu je potřeba rozložit náklady kapitálu na část odpovídající požadované odměně za odklad spotřeby, či za ztráty, které vznikly při tomto odkladu růstem cen a na část, která odpovídá výši přijatého rizika. Riziko se dále dělí na obchodní a finanční. Obchodní riziko je způsobeno nestabilitou obratu v důsledku výkyvů v poptávce, měnových faktorů a vývojem konkurence a dále je způsobeno tzv. „operating leverage“ (provozní pákou), která je charakterizována nemožností změny všech nákladů ve stejném rozsahu při výkyvech obratu, jelikož část nákladů je fixní. Obchodní riziko jako celek se získá poměrem NOPAT/NOA. Finanční riziko je charakterizované finanční pákou – „financial leverage“. Je-li rentabilita aktiv vyšší než náklady na cizí kapitál, pak čím více je podnik zadlužen, tím více roste i rentabilita kapitálu. S růstem zadlužení však roste i riziko pro investora. Tuto situaci řeší model oceňování kapitálových aktiv:

$$r_e = r_0 + \beta * (R_m - R_d) = r_0 + RP \quad (41)$$

r_e	náklady vlastního kapitálu, investorem požadovaná výnosnost
β	beta koeficient, vyjadřuje, je-li riziko konkrétního aktiva větší ($\beta > 1$) nebo menší ($\beta < 1$) než riziko kapitálového trhu jako celku
R_m	očekávaná průměrná výnosnost kapitálového trhu
$r_0 = R_d$	bezriziková sazba = průměrná tržní výnosnost státních dluhopisů

Rozdíl $R_m - R_d$ se nazývá riziková premie (RP) kapitálového trhu, která odpovídá systematickému riziku, jež je vyvoláno neočekávanými změnami HDP, inflace, zahraničního obchodu a kursem měny. [2, s. 59]

Pro dosažení do vzorce se využívá těchto údajů: Jestliže předpokládáme, že pomocí minulých výsledků lze prognózovat budoucí, použijeme data z kapitálového trhu jako data historická. Dále se dají použít data obdobných podniků nebo průměrná oborová data z kapitálových trhů. Dá se také postupovat pomocí čistého odhadu hlavně koeficientů β , známe-li rozpětí jejich obvyklých hodnot a výsledky obchodního a finančního rizika. V našich podmínkách je nutné použít metodu odhadu.

Kromě modelu oceňování kapitálových aktiv lze pro určení nákladů vlastního kapitálu použít i stavebnicové metody. Základ je stejný jako u předchozího modelu, tedy jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky, kde je kalkulováno obchodní a finanční riziko, systematické a nesystematické riziko (nejsou rozlišena).

4.1.4 Výpočet EVA podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu

Pro srovnání se základní verzí ukazatele EVA (EVA entity) je zde popsána metodika Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky (MPO) pro hodnocení podniků (odvětví). MPO používá ukazatel EVA (EVA equity) jako část soustavy INFA od autorů Inky a Ivana Neumaierových. [7, s. 114] Tato metodika v principu hodnotí riziko majitele podniku, výše rizika je vyjádřena pomocí alternativního nákladu vlastního kapitálu (r_e), což je možné zhodnocení vlastního kapitálu v případě investice do stejně rizikové investice. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je zde definován rovnicí (42):

$$EVA\ equity = (ROE - r_e) * VK \quad (42)$$

ROE rentabilita vlastního kapitálu ($EAT / \text{vlastní kapitál} = \text{rovnice (6)}$)

VK výše vlastního kapitálu

r_e alternativní náklad vlastního kapitálu.

Hodnota alternativního nákladu vlastního kapitálu se určí podle rovnice (43):

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1 - d) * \frac{U}{BU+O} * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}} \quad (43)$$

WACC vážený náklad na kapitál A aktiva celkem

UZ úplatné zdroje ($VK + BU + O$), tj. kapitál, za který je nutno platit

BU bankovní úvěry O dluhopisy

d daňová sazba $\frac{U}{BU+O}$ úroková míra

Předpoklad u WACC je takový, že se uvažuje, jakoby měl podnik úplatné zdroje rovný vlastnímu kapitálu a nezávislost WACC na kapitálové struktuře. Za předpokladu, že podnik nevyužívá cizí úročený kapitál, se vážené náklady na kapitál vypočítají následovně:

$$WACC = r_f + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{LA} \quad (44)$$

r_f bezriziková sazba, jejíž výše se odvozuje od výnosu 10letých státních dluhopisů

r_{POD} riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku se vztahuje k ukazateli produkční síly (EBIT/Aktiva) a ke splnění podmínky pro práci s cizím kapitálem (nahrazení úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem). Podmínka je následující:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK+BU+O)}{A} * \frac{U}{BU+O}; \text{ položíme } X1 = \frac{(VK+BU+O)}{A} * \frac{U}{BU+O}. \quad (45)$$

Když $EBIT / A > X1$, pak je riziková přírážka za podnikatelské riziko r_{POD} rovna minimální hodnotě r_{POD} v odvětví.

Když $EBIT / A < 0$, pak je riziková přírážka za podnikatelské riziko $r_{POD} = 10 \%$.

Když $0 < EBIT / A < X1$, pak následuje výpočet (46).

$$r_{POD} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X1^2} * 0,1 \quad (46)$$

$r_{FINSTAB}$ riziková přírážka za finanční stabilitu, která charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a souvisí s běžnou likviditou (L3) následovně:

Je-li $L3 \leq XL1$, pak $r_{FINSTAB} = 10\%$, je-li $L3 \geq XL2$, pak $r_{FINSTAB} = 0\%$. A pokud je $XL1 < L3 < XL2$, pak následuje výpočet (47).

$$r_{FINSTAB} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} * 0,1 \quad (47)$$

Hodnoty XL1 a XL2 jsou pro každé odvětví stanoveny individuálně. Zohledněna je i finanční síla podniku a případná existence velké mateřské společnosti, která by mohla případně podniku pomoci při špatné likviditě.

r_{LA} riziková přírážka za velikost podniku, která souvisí s velikostí úplatných zdrojů (UZ) podniku, což je součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Pokud $UZ \leq 100$ mil. Kč, pak $r_{LA} = 5\%$, je-li $UZ \leq 3$ mld. Kč, pak $r_{LA} = 0\%$. Když $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$, pak následuje výpočet (48).

$$r_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2} \quad (\text{UZ dosazeno v mld. Kč}). \quad (48)$$

Podniky se podle tvorby hodnoty EVA rozdělí do čtyř kategorií:

- I. kategorie podniků, do které patří firmy tvořící hodnotu, rentabilita vlastního kapitálu ROE je větší než alternativní náklad VK r_e
- II. kategorie, ve které jsou podniky, jejichž ROE je větší než bezriziková sazba r_f a zároveň menší než r_e
- III. kategorie, kam patří ziskové společnosti s ROE v intervalu $0 < ROE < r_f$
- IV. kategorie, kde jsou ztrátové podniky a podniky se záporným VK

Podrobněji v [7, s. 114-123].

4.1.5 EVA jako měřítko výnosnosti

Důvodů pro použití ukazatele EVA je mnoho. V ukazatelích tradiční finanční analýzy nejsou zohledněna rizika (obchodní a finanční) a spolu s tím i výnosové požadavky investorů, není řešen vliv rozdílných účetních předpisů a jejich aplikace a dále je opomíjena časová hodnota peněz. Hlavní důvod pro použití je však zakotven v nedostatečné souvislosti mezi tradičními ukazateli a kurzem akcií. Ukazatel economic value added – EVA – vykazuje silnou korelaci k vývoji tvorby akcií. Čistý podnikový výkon by měl přesáhnout náklady kapitálu a měl by vytvořit kladnou hodnotu EVA, která je pozitivní pro akcionáře. Výsledek EVA ze základní rovnice (38) je ukazatel absolutní, jenž závisí na velikosti analyzovaného podniku. Proto existují i ukazatele relativní použitelné pro srovnání mezi podniky. Mezi tyto relativní ukazatele patří hodnotové rozpětí, relativní EVA dle London Business School a EVA – ROS.

Hodnotové rozpětí (value spread)

$$\text{Hodnotové rozpětí} = \frac{NOPAT}{NOA} - \frac{WACC * NOA}{NOA} = r - WACC \quad (49)$$

r = rentabilita NOA

Tento ukazatel umožňuje srovnávat podniky s rozdílnou velikostí, vybavením kapitálem, kapitálovou strukturou a rizikovostí. Jedná se o rozhodující veličinu k měření výnosnosti kapitálu upravené o riziko. [2, s. 64]

Relativní EVA podle London Business School

Tento ukazatel řeší problém se srovnáváním podniků, kde je hlavní zdroj kapitál a podniků, kde je hlavním zdrojem „lidský kapitál“. [2, s. 65]

$$\text{Relativní EVA} = \frac{EVA}{\text{Osobní náklady} + WACC * NOA} \quad (50)$$

Ukazatel srovnává podniky s různou kapitálovou a pracovní intenzitou a vyjadřuje, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty v podniku.

EVA – ROS (Return on sales – rentabilita tržeb)

Zde je ukazatel EVA vztažen k dosaženému obratu, který vychází z provozního výsledku hospodaření (NOPAT). Výsledkem je provozní zisková marže. [2, s. 65]

$$EVA \text{ ROS} = \frac{EVA}{\text{Obrat}} \quad (51)$$

Zvyšování výsledku ukazatele EVA nemusí znamenat zvyšování hodnoty podniku. Pokud se EVA zvyšuje a hodnota podniku snižuje, příčinu lze hledat v těchto případech:

- „Pokud zvýšení EVA v současné době bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků,
- pokud je sice zvýšena EVA, ale při rostoucích nákladech kapitálu – například v důsledku rostoucího rizika. Při přepočtu EVA na současnou hodnotu pak může dojít ke snížení současné hodnoty budoucích EVA a tím i hodnoty podniku.

- Pokud je nedostatečná obnova majetku, který je stále více odepsaný, a v důsledku toho je v provozu vázáno méně kapitálu. Výkonnost podniku může ve skutečnosti klesat, ale EVA poroste.“ [2, s. 65-66]

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA překonává tradiční problémy účetnictví, například aktivuje goodwill nebo náklady na výzkum a vývoj. Při upravování jednotlivých vstupních dat z účetnictví se však mohou projevit určité subjektivní přístupy, proto je potřeba k výpočtům připisovat i jednotlivé postupy a připomínky. To povede k lepší srovnatelnosti v čase.

4.2 CF ROI – Cash flow return on investment

Tento ukazatel byl vytvořen americkou společností HOLT Value Associates a přesný postup jeho výpočtu je součástí obchodního tajemství této společnosti. V teoretické části této diplomové práce je uveden z toho důvodu, že je jedním z dalších modelů, které jsou zaměřeny především na zájmy investorů a tedy tvorbu hodnoty. Ukazatel CF ROI – rentabilita investic založená na peněžních tocích – je v podstatě ukazatel výnosnosti investic celého podniku, jehož základem je vnitřní výnosová míra (internal rate on return – IRR). Vstupním podkladem je určitý investiční výdaj, který po dobu jeho předpokládané životnosti vytváří příjem a v posledním roce jeho životnosti nám k příjmu přibude i výnos z likvidace – z prodeje majetku. Hlavní vstupní údaje pro výpočet CF ROI tedy jsou:

Počáteční investiční výdaj = *brutto investiční báze (BIB)*, která zahrnuje odepisovaná a neodepisovaná aktiva. Do odepisovaných aktiv patří zejména hmotná a nehmotná dlouhodobá aktiva, která se odepisují v průměru po dobu n let. Tato aktiva jsou vyjádřena v brutto hodnotě a jejich hodnota je upravena o inflaci k datu propočtu CF ROI. Do neodepisovaných aktiv patří monetární aktiva, od kterých se odečtou neúročené závazky, a tím se získá hodnota netto monetárních aktiv. K té se přičtou zásoby a pozemky a výsledek je netto hodnota neodepisovaných aktiv.

Dalším údajem pro výpočet je *brutto cash flow (BCF)*. Ten zahrnuje trvalý výsledek hospodaření (bez mimořádných, neperiodických a neoperačních nákladů a výnosů), ke kterému se přičtou plánované odpisy, placené úroky a inflační ztráta z monetárních aktiv.

Posledním prvkem pro výpočet CF ROI je *předpokládaná doba využití odepisovaných dlouhodobých aktiv* (n). Ta se odhadne jako poměr odepisovaných dlouhodobých aktiv v pořizovacích cenách a ročních odpisů (předpokládají se lineární odpisy).

Vlastní výpočet CF ROI pak spočívá v nalezení úrokové míry, která bude vyhovovat této rovnici (52).

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1+CF\ ROI)^t} + \frac{Neodepisovaná\ aktiva}{(1+CF\ ROI)^n} \quad (52)$$

U neodepisovaných aktiv se předpokládá jejich prodej po době životnosti. Podrobněji je ukazatel CF ROI např. v [2, s. 110-160].

4.3 MVA – Market value added

Ukazatel tržní přidané hodnoty se používá k analýze podniku s veřejně obchodovatelnými akciemi. Podle [2, s. 68] je „MVA současná hodnota budoucích EVA.“ Tržní přidanou hodnotu definuje jako provozní goodwill. Vztah mezi ekonomickou přidanou hodnotou a tržní přidanou hodnotou vyjadřuje takto: „EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“ [2, s. 68] Způsob výpočtu MVA podle [3, s. 72] vyjadřuje rovnice (53).

$$MVA = \text{tržní cena akcie (P)} - \text{účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii (BV)} \quad (53)$$

MVA hodnotí dlouhodobou výkonnost firmy. Jestliže je MVA kladná tržní cena převyšuje účetní hodnotu vlastního kapitálu na akcii ($P > BV$). Pro investory je důležitý index ziskovosti $P/BV > 1$. Firmy, jejichž podíl tržní ceny akcie a vlastního kapitálu na akcii není vyšší než jedna, jsou investory vnímány jako rizikové a neperspektivní, jelikož nedosahují kladné čisté současné hodnoty.

5 Finanční analýza vybraného stavebního podniku

V této praktické části jsou aplikovány vybrané ukazatele za účelem zhodnocení finanční situace a tvorby hodnoty pro vlastníky stavebního podniku Instav Hlinsko, a.s. Základní informace a profil společnosti jsou uvedeny v následující kapitole. Nejprve je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro určení vývoje jednotlivých položek v čase a pro stanovení struktury majetku a zdrojů krytí a pro určení toho, jaké položky mají největší podíl na výsledku hospodaření. Poté je proveden výpočet vybraných rozdílových ukazatelů, z nichž nejdůležitější je čistý pracovní kapitál. V další fázi jsou vypočteny poměrové ukazatele, které se zabývají finanční stabilitou (ukazatele likvidity a zadluženosti) a výkonností (ukazatele rentability a aktivity). Následuje celkové zhodnocení podniku pomocí dvou bankrotních a dvou bonitních modelů, které patří do souhrnných ukazatelů a informují o případném ohrožení firmy bankrotem a o jejím finančním zdraví. Moderní hodnotové ukazatele zastupuje ukazatel ekonomické přidané hodnoty, který je vypočten a zhodnocen v základním tvaru a pro srovnání i podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky a je zjištěno, jak podnik tvoří hodnotu pro své majitele.

5.1 Základní informace o podniku

Obchodní firma:	INSTAV Hlinsko, a.s.
Sídlo:	Hlinsko, Tyršova 833, PSČ 539 01
IČO:	252 84 959
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	2 000 000 Kč – složen z 2 000 kusů kmenových akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč
Datum vzniku společnosti:	30. 1. 1998
Předmět podnikání:	provádění staveb, jejich změn a odstraňování, projektová činnost ve výstavbě, výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona zdroj: [6]

5.1.1 Profil společnosti

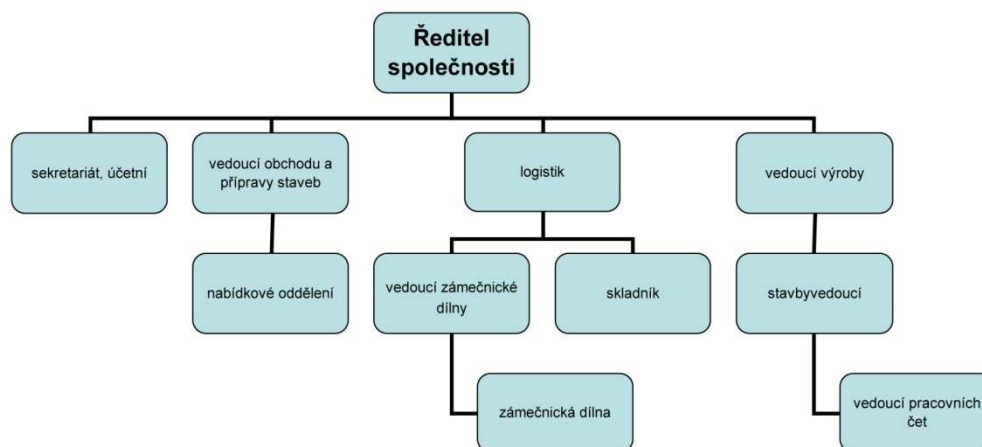
„Společnost Instav Hlinsko vznikla v roce 1998 osamostatněním jedné výrobní větve z bývalé stavební společnosti Instav Pardubice. Firma využila částečné mezery na místním, hlavně regionálním trhu a začala nabízet převážně vodohospodářské stavby. Této specializaci také pomohla kvalifikace zaměstnanců, kteří i v dobách minulých pracovali pro různé vodárenské a vodohospodářské instituce. Postupem času si Instav vybudoval image stabilní společnosti se stálým kádrem zaměstnanců a vysokým know-how ve svém oboru. V roce 2007 nastala další historická změna ve vývoji společnosti. Do Instavu vstoupil silný strategický partner, došlo k transformaci na akciovou společnost a firma se následně stala součástí holdingu Enteria.

Hlavním výrobním programem společnosti jsou vodohospodářské stavby, realizace inženýrských sítí, chodníků a místních komunikací. Doplnkovým programem společnosti Instav jsou i pozemní stavby menšího rozsahu. Firma si v regionu vybudovala renomé spolehlivého partnera, na kterého je možné se s důvěrou obrátit, který je na vysoké odborné úrovni, používá moderní materiály a technologie a v neposlední řadě dbá na kvalitu, ekologii a bezpečnost práce. O tom svědčí certifikáty ISO 9001, 14001, 18001. Je nutné dodat, že Instav nemá jen nálepku regionální firmy, ale je schopen provádět práce i v přílehlých krajích a místech České republiky.“ [6]

5.1.2 Organizační struktura společnosti

Organizační struktura společnosti INSTAV Hlinsko, a.s. je znázorněna na obrázku 2.

Organizační uspořádání firmy Instav Hlinsko a.s.



Obrázek 2 – Organizační uspořádání firmy Instav Hlinsko, a.s., zdroj: [6]

5.1.3 Vývoj počtu zaměstnanců

Tabulka 5.1.3 – 1 – Struktura zaměstnanců a průměrné náklady na zaměstnance

	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrný počet zaměstnanců	47	48	53	49	49
Osobní náklady (v tis. Kč)	15562	17217	19586	17305	17380
Průměrné náklady na zaměstnance (v tis. Kč)	331	359	370	353	355

Zdroj: Vlastní tvorba podle účetních závěrek INSTAV Hlinsko, a.s.

Průměrný počet zaměstnanců se pohybuje okolo 50 a po celé analyzované období se dramaticky nemění, přičemž nejvíce jich bylo v roce 2010 (53), v tomto roce byly logicky i největší celkové osobní náklady a i průměrné náklady na zaměstnance byly v roce 2010 nejvyšší. Naopak nejnižší čísla vykazuje rok 2008.

5.2 Finanční analýza

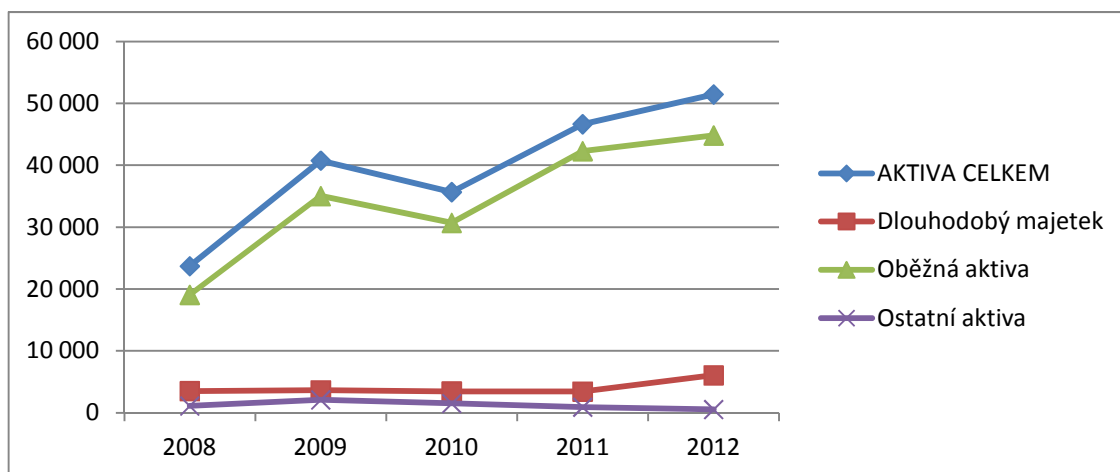
Tato finanční analýza je vypracována z pohledu externího hodnotitele na základě společností INSTAV Hlinsko, a.s. poskytnutých výročních zpráv z let 2008 až 2012. Jiné údaje nebyly při hodnocení k dispozici. Analyzovaná firma má ve svých účetních

výkazech zavedený hospodářský rok, který začíná vždy 1. dubna a končí 31. března. Jednotky účetních položek jsou v 1 000 Kč.

5.2.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Horizontální analýza aktiv

Vývoj celkových aktiv je velice podobný vývoji oběžných aktiv, což je způsobeno tím, že oběžná aktiva tvoří největší část celkových aktiv. V roce 2009 prudce vzrostla hodnota oběžných aktiv, což je způsobeno zejména zvýšením zásob a pohledávek. Dále v roce 2010 následuje pokles aktiv, jehož příčinou je nyní pokles pohledávek a poté v letech 2011 a 2012 celková aktiva rostou. V roce 2011 na tom má opět největší podíl stav pohledávek a v roce 2012 vzrostla významně položka samostatné movité věci a soubory movitých věcí (MV) a výrazně také vzrostl krátkodobý finanční majetek při současném poklesu krátkodobých pohledávek.



Obrázek 3 – Vývoj aktiv, zdroj: vlastní tvorba

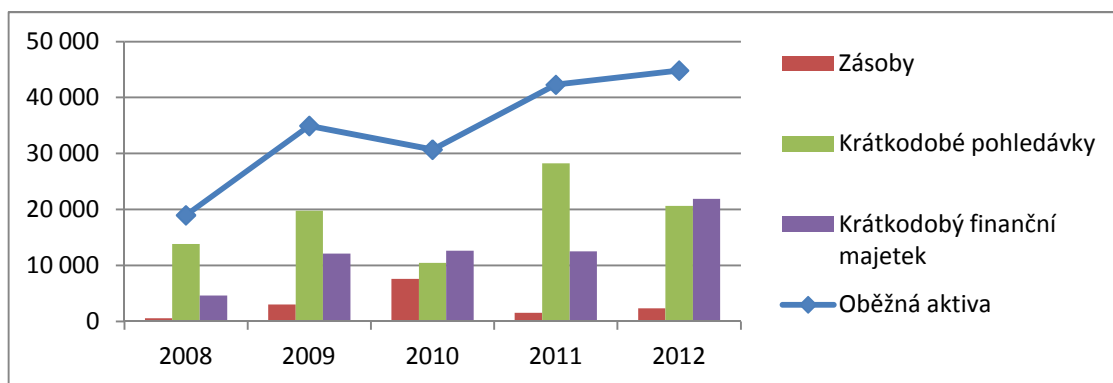
Dlouhodobý majetek je po celé analyzované období zhruba na stejné hodnotě s výjimkou roku 2012, kdy se zvýšila hodnota samostatných MV a souborů MV. Toto navýšení může být způsobeno například tím, že došel leasing na jednotlivé stroje či automobily a tyto jsou následně zařazeny v zůstatkové ceně do aktiv podniku. Dále podnik v roce 2012 nakoupil pozemky, jelikož hodnota pozemků je vyjma roku 2012, kdy vzrostla, konstantní.

Tabulka 5.2.1 – 1 – Horizontální analýza aktiv

Horizontální analýza aktiv v %				
Popis	změna 09/08	změna 10/09	změna 11/10	změna 12/11
AKTIVA CELKEM	71,96%	-12,46%	30,74%	10,31%
Dlouhodobý majetek	3,35%	-5,24%	-0,43%	76,63%
Oběžná aktiva	83,70%	-12,32%	37,72%	6,00%
Ostatní aktiva	88,13%	-27,39%	-39,57%	-39,65%
Horizontální analýza aktiv v tis. Kč				
Popis	změna 09/08	změna 10/09	změna 11/10	změna 12/11
AKTIVA CELKEM	17 057	-5 079	10 969	4 808
Dlouhodobý majetek	118	-191	-15	2 633
Oběžná aktiva	15 959	-4 315	11 585	2 539
Ostatní aktiva	980	-573	-601	-364

Zdroj: vlastní tvorba

Podrobná tabulka s horizontální analýzou všech položek je součástí příloh. Jak již bylo zmíněno, největší podíl na celkových aktivech má oběžný majetek. Ten je z velké části ovlivňován vývojem pohledávek, které kromě roku 2012 tvoří největší část krátkodobého majetku. Struktura a vývoj jednotlivých položek oběžného majetku jsou znázorněny na obrázku 4.



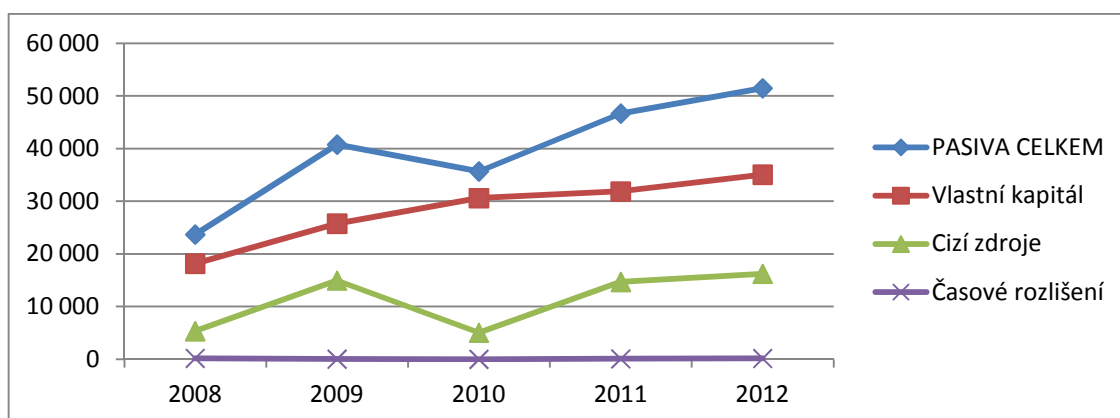
Obrázek 4 – Vývoj oběžného majetku, zdroj: vlastní tvorba

Oproti roku 2008 dochází v roce 2009 k navýšení všech složek oběžného majetku. V roce 2010 se zvýšil stav zásob, ty jsou tvořeny jen nedokončenou výrobou a polotovary, současně poklesl stav krátkodobých pohledávek, které jsou v celém

analyzovaném období z většiny tvořeny pohledávkami z obchodních vztahů. V roce 2011 dochází k poklesu zásob, v jehož důsledku se zvyšuje stav krátkodobých pohledávek. Ty jsou proplaceny v roce 2012, kdy se zvyšuje krátkodobý finanční majetek. Co se týče vývoje ostatních aktiv, jež tvoří hlavně náklady příštích období, v roce 2009 se zvýšily o 88,13% oproti roku 2008, což může být způsobeno pořízením majetku na leasing – leasingovou akontací. V dalších letech ostatní aktiva klesají.

Horizontální analýza pasiv

Vývoj celkových pasiv je logicky zcela identický jako vývoj celkových aktiv. Zajímavé je u analyzovaného podniku, že vlastní kapitál je v celém analyzovaném období vyšší než cizí zdroje. Vlastní kapitál po celé analyzované období roste, výsledek hospodaření v tomto období je totiž každoročně kladný, proto se stále zvyšuje položka výsledek hospodaření minulých let. Základní kapitál je po celou dobu v konstantní výši 2 milionů Kč.



Obrázek 5 – Vývoj pasiv, zdroj: vlastní tvorba

Vývoj celkových pasiv je zhruba stejný jako vývoj cizích zdrojů. Největší podíl na cizích zdrojích mají rezervy a krátkodobé závazky. Rezervy jsou tvořeny zejména rezervami na daň z příjmů, což může být způsobeno sestavováním účetní závěrky před řádným vyčíslením daňové povinnosti. Struktura krátkodobých závazků je složena hlavně ze závazků z obchodních vztahů a ze závazků k zaměstnancům. Závazky z obchodních vztahů mají v letech 2008 – 2012 stejný trend jako pohledávky z obchodních vztahů. Podnik po celé analyzované období vůbec nevyužívá bankovní

úvěry a výpomoci. Položka časového rozlišení je velice nízká a má minimální vliv na vývoj pasiv.

Tabulka 5.2.1 – 2 – Horizontální analýza pasiv

Horizontální analýza pasiv v %				
Popis	změna 09/08	změna 10/09	změna 11/10	změna 12/11
PASIVA CELKEM	71,96%	-12,46%	30,74%	10,31%
Vlastní kapitál	41,68%	18,85%	4,15%	9,96%
Cizí zdroje	180,16%	-66,17%	190,11%	10,55%
Horizontální analýza pasiv v tis. Kč				
Popis	změna 09/08	změna 10/09	změna 11/10	změna 12/11
PASIVA CELKEM	17 057	-5 079	10 969	4 808
Vlastní kapitál	7 574	4 853	1 269	3 173
Cizí zdroje	9 626	-9 905	9 627	1 550

Zdroj: vlastní tvorba

Podrobná tabulka s horizontální analýzou všech položek je součástí příloh.

Vertikální analýza aktiv

Vertikální analýza dává pohled na strukturu celkových aktiv. Tuto strukturu je dobré sledovat v časové řadě a zkoumat změny procentního zastoupení jednotlivých položek. Toto procentuální vyjádření je vztaženo k celkovým aktivům, která tedy tvoří 100 %.

Tabulka 5.2.1 – 3 – Vertikální analýza aktiv

Aktiva	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý majetek	14,9%	8,9%	9,7%	7,4%	11,8%
Oběžná aktiva	80,4%	85,9%	86,1%	90,7%	87,1%
Ostatní aktiva	4,7%	5,1%	4,3%	2,0%	1,1%

Zdroj: vlastní tvorba

Z tabulky 5.2.1 – 3 vyplývá, že největší podíl zaujímají oběžná aktiva v rozmezí 80 – 91 %. Tato skutečnost je dobrá z pohledu likvidity podniku. Je však třeba poznamenat, že nejvýznamnější položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky a doba obratu pohledávek se pohybuje od 22 (v roce 2010) až do 82 dní (v roce 2011) a

doba obratu pohledávek je vyšší než doba obratu závazků. Další významnou položkou je krátkodobý finanční majetek (pohybuje se od 20 % do 43 %). Co se týče zásob, ty v roce 2010 mají podíl na celkových aktivech 21,3 %, jinak se ovšem pohybují okolo pěti procent. U dlouhodobého majetku se podíl pozemků pohybuje okolo 1 % z celkových aktiv, podobně jsou na tom stavby. Nejvýrazněji je u dlouhodobého majetku zastoupena položka samostatné MV a soubory MV od 5 do 13 %. Naopak dlouhodobý nehmotný a také finanční majetek není vykazován vůbec. Položky časového rozlišení se podílí na celkovém majetku podniku do pěti procent a od roku 2009 jejich podíl soustavně klesá.

Vertikální analýza pasiv

Vlastní kapitál má vyšší podíl v celém analyzovaném období než cizí zdroje. Podnik tedy není příliš zadlužen a tento fakt je pozitivní zejména z pohledu věřitelů a obchodních partnerů.

Tabulka 5.2.1 – 4 – Vertikální analýza pasiv

Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál	76,7%	63,2%	85,8%	68,3%	68,1%
Cizí zdroje	22,5%	36,7%	14,2%	31,5%	31,6%

Zdroj: vlastní tvorba

Základní kapitál činí 2 000 tis. Kč po celé období a jeho podíl na celkových pasivech se pohybuje zhruba od 4 do 8 %. Nejvýznamnější položkou vlastního kapitálu i celkových pasiv je výsledek hospodaření minulých let, který se pohybuje v rozmezí od 37,3 do 64,2 %. Dále je poměrně významně zastoupen výsledek hospodaření běžného účetního období od 5 do 23 %. Cizí zdroje jsou pro firmu výhodnější z hlediska financování, jejich podíl se pohybuje od 14,2 do 36,7 % z celkových pasiv. Zde jsou nejvíce zastoupeny rezervy (především na daň z příjmů) a hlavně krátkodobé závazky, které jsou tvořeny zejména závazky z obchodních vztahů v rozmezí 6,1 až 26,4 % v analyzovaném časovém intervalu. Jak již bylo zmíněno v horizontální analýze pasiv, firma nečerpá žádné bankovní úvěry. Položky časového rozlišení tvoří zanedbatelný podíl celkových pasiv a pohybují se do 1 %.

5.2.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Při analýze výkazu zisku a ztráty je třeba posoudit vývoje všech kategorií výsledků hospodaření. Nejvíce pozornosti je třeba věnovat provoznímu výsledku hospodaření, který udává, je-li stavební výroba podniku zisková. Provozní výsledek hospodaření je po celé analyzované období kladný. Jeho hodnota dosahuje maxima v roce 2009 (10 062 tis. Kč), pak ovšem dva roky klesá na hodnotu 3 151 tis. Kč, pozitivní je ovšem zvýšení hodnoty v posledním analyzovaném roce na 5 617 tis. Kč, což lze vyčíst i z tabulky 5.2.2 – 1 a obrázku 6.

Tabulka 5.2.2 – 1 – Vývoj výsledků hospodaření

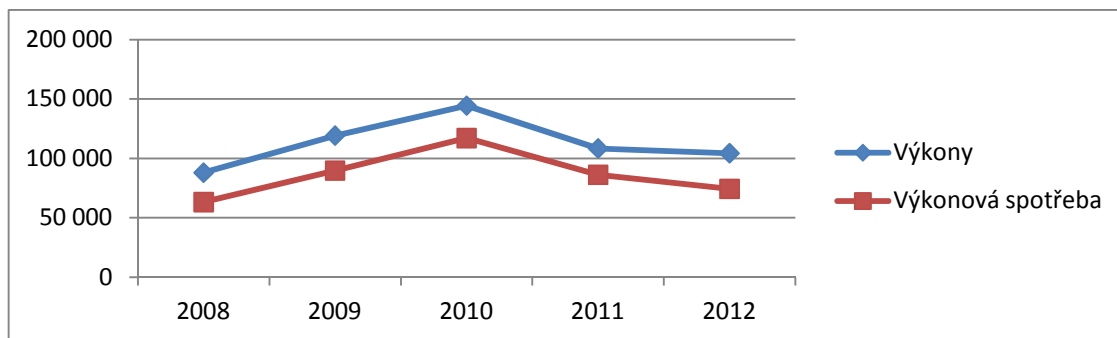
Kategorie VH / Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření	6 864	10 062	6 112	3 151	5 617
Finanční výsledek hospodaření	-184	-181	-64	-72	-169
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5 311	7 704	4 951	2 321	3 285

Zdroj: vlastní tvorba



Obrázek 6 – Vývoj výsledků hospodaření, zdroj: vlastní tvorba

Finanční výsledek hospodaření je po celé analyzované období záporný, jelikož finanční náklady převyšují finanční výnosy. Vývoj výsledku hospodaření za účetní období má stejný trend jako provozní výsledek hospodaření, protože představuje jeho největší podíl. Při porovnání výkonů a výkonové spotřeby je z obrázku 7 patrný stejný vývoj obou položek.



Obrázek 7 – Porovnání vývoje výkonů a výkonové spotřeby, zdroj: vlastní tvorba

V roce 2012 výkonová spotřeba klesla výrazněji (- 13,74 %) než výkony (- 3,74 %), znamená to, že podnik dokáže lépe řídit své náklady. Co však není pro firmu příliš pozitivní, je pokles výkonů v posledních dvou analyzovaných letech – v roce 2011 pokles dokonce téměř o 25 %. Přidaná hodnota má podobný vývoj jako provozní výsledek hospodaření a kromě roku 2011 téměř dvojnásobně převyšuje mzdové náklady.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Slouží pro znázornění, jakým podílem se jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty podílejí na tržbách podniku. Podrobná tabulka s výpočty vertikální analýzy je součástí příloh. Výkonová spotřeba se na tržbách podílí zhruba od 72 do 84 %, rozmezí podílu přidané hodnoty je potom od 19,5 do 29 %. Dále je zajímavé sledovat strukturu vybraných součtových položek – výkonů, výkonové spotřeby a součtu osobních nákladů.

V roce 2011 se tržby za prodej vlastních výrobků a služeb podílejí na celkových výkonech více jak 100 %, což je zapříčiněno zápornou změnou stavu zásob vlastní činností. U součtu osobních nákladů tvoří náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění přibližně 34 % mzdových nákladů, což odpovídá součtu pojistného placeného zaměstnavatelem za zaměstnance.

Tabulka 5.2.2 – 2 – Vertikální analýza vybraných součtových položek

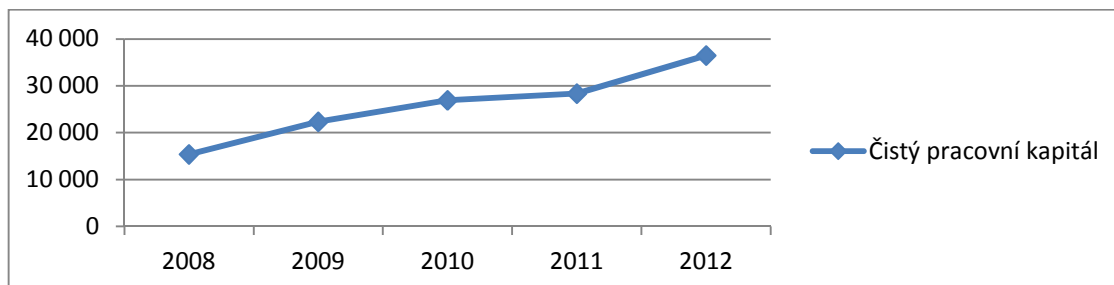
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony					
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	99,89%	97,93%	96,85%	105,56%	99,24%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,11%	2,07%	3,15%	-5,58%	0,76%
Aktivace	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%
Výkonová spotřeba					
Spotřeba materiálu a energie	34,71%	24,17%	20,78%	27,03%	35,46%
Služby	65,29 %	75,83%	79,22%	72,97%	64,54%
Osobní náklady součet					
Mzdové náklady	73,47%	74,75%	74,20%	73,98%	73,42%
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,54%	0,21%	0,20%	0,23%	0,22%
Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	25,35%	24,39%	24,83%	24,73%	24,90%
Sociální náklady	0,64%	0,66%	0,77%	1,06%	1,46%

Zdroj: vlastní tvorba

5.2.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál představuje jakýsi finanční polštář, vypočte se jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a celkovými krátkodobými dluhy a tento rozdíl poukazuje na solventnost firmy. Hodnota čistého pracovního kapitálu je po celé analyzované období kladná a pozitivní je i to, že neustále roste.



Obrázek 8 – Vývoj čistého pracovního kapitálu, zdroj: vlastní tvorba

Výše čistého pracovního kapitálu se pohybuje od 15 394 tis. Kč v roce 2008 až do výše 36 492 tis. Kč. Oběžná aktiva i krátkodobé závazky mají stejný vývoj dle horizontální analýzy, mají tedy poměrně stejný vliv i na trend čistého pracovního kapitálu. Výše hodnot tohoto ukazatele poukazuje na dobré finanční zázemí podniku.

Čisté pohotové prostředky

Výsledky tohoto ukazatele jsou ovlivněny tím, že namísto okamžitě splatných závazků jsou do vzorce dosazeny všechny krátkodobé závazky, jelikož při analýze k dispozici nebyly informace o dobách splatnosti závazků. Vezme-li se tato skutečnost v úvahu a bude-li se uvažovat, že ve skutečnosti je výše okamžitě splatných závazků nižší než suma všech krátkodobých závazků, je pozitivní, že v letech 2008, 2010 a 2012 tento ukazatel vychází kladný a v roce 2012 dokonce dosahuje poměrně vysoké hodnoty 13 529 tis. Kč, což je dobrá zpráva zejména pro věřitele.

Tabulka 5.2.3 – 1 – Čisté pohotové prostředky

ČPP	2008	2009	2010	2011	2012
Krátkodobý fin. majetek	4 605	12 114	12 640	12 518	21 873
Krátkodobé závazky	3 674	12 707	3 787	13 963	8 344
ČPP	931	-593	8 853	-1 445	13 529

Zdroj: vlastní tvorba

Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond

Výsledné hodnoty tohoto ukazatele jsou po celé hodnocené období kladné a dosahují poměrně vysokých hodnot. Při výpočtu tohoto ukazatele se od oběžných aktiv odečítají i nelikvidní pohledávky. Výše nelikvidních pohledávek není známa, proto jsou všechny krátkodobé pohledávky ponechány v sumě oběžných aktiv a odečteny jsou pouze dlouhodobé pohledávky.

Tabulka 5.2.3 – 2 – Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond

ČPPFF	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	19 068	35 027	30 712	42 297	44 836
Zásoby	578	3 047	7 593	1 550	2 342
Dlouhodobé pohledávky	72	72	10	5	6
Krátkodobé závazky	3 674	12 707	3 787	13 963	8 344
ČPPFF	14 744	19 201	19 322	26 779	34 144

Zdroj: vlastní tvorba

5.2.4 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele likvidity

Přestože výše čistého pracovního kapitálu rok od roku roste a jeho hodnoty jsou docela vysoké, i tak by však společnost měla věnovat otázce likvidity značnou pozornost. Faktem je například to, že nejvyšší podíl ve struktuře oběžného majetku tvoří krátkodobé pohledávky a je otázkou, nakolik jsou tyto likvidní.

Tabulka 5.2.4 – 1 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů likvidity

Vstupní data	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	19 068	35 027	30 712	42 297	44 836
Zásoby	578	3 047	7 593	1 550	2 342
Krátkodobý finanční majetek	4 605	12 114	12 640	12 518	21 873
Krátkodobé závazky	3 674	12 707	3 787	13 963	8 344
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

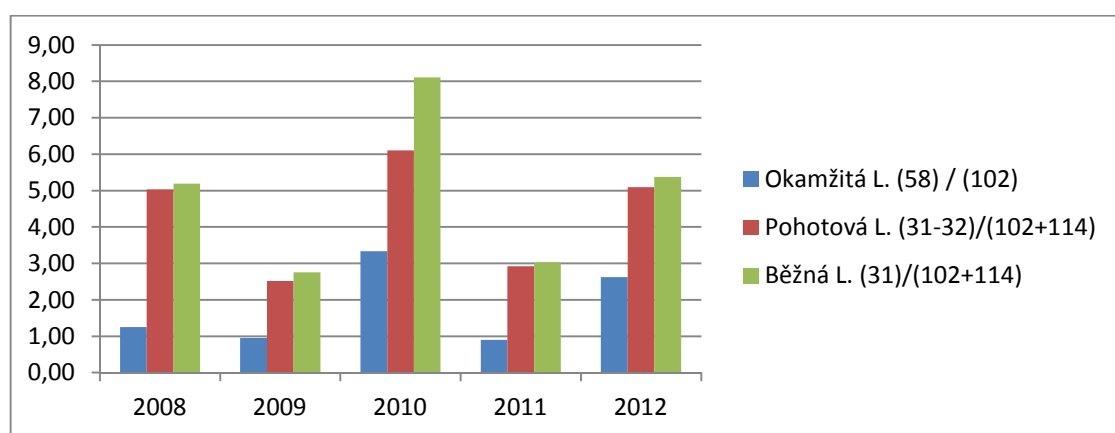
Tabulka 5.2.4 – 2 – Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	2008	2009	2010	2011	2012
Okamžitá likvidita	1,25	0,95	3,34	0,90	2,62
Pohotová likvidita	5,03	2,52	6,10	2,92	5,09
Běžná likvidita	5,19	2,76	8,11	3,03	5,37

Zdroj: vlastní tvorba

Doporučené hodnoty pro **okamžitou** likviditu jsou v rozmezí od 0,9 do 1,1 podle Růčkové [4, s. 49]. V celém hodnoceném období se výsledné hodnoty nepohybují pod doporučeným intervalem, v roce 2011 je hodnota totožná s dolní hranicí

doporučených výsledků. Podle Sedláčka [5, s. 75] a dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu [4, s. 49] je dolní mez doporučených hodnot dokonce pouze 0,2. Vysoké hodnoty **pohotov**é likvidity, pro kterou je doporučený interval výsledků stanoven v rozmezí 1,0 – 1,5, mohou být sice příznivé pro věřitele, pro akcionáře to však znamená menší výnosnost vložených prostředků. Z hlediska **běžné** likvidity se výsledné hodnoty pohybují v celém období nad horní hranicí doporučeného intervalu 1,5 – 2,5. [4, s. 50] Platební schopnost podniku je tedy na dobré úrovni a podnik je solventní, jelikož všechny hodnoty likvidity se pohybují spíše nad horními hranicemi doporučených hodnot.



Obrázek 9 – Vývoj ukazatelů likvidity, zdroj: vlastní tvorba

Ukazatele rentability

Rentabilita měří schopnost podniku vytvářet nové zdroje a měla by být poměřována i s likviditou. Vstupní hodnoty pro jednotlivé ukazatele rentability jsou vyjádřeny v tabulce 5.2.4 – 3.

Tabulka 5.2.4 – 3 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů rentability

Vstupní data	2008	2009	2010	2011	2012
EAT	5 311	7 704	4 951	2 321	3 285
EBT	6 680	9 881	6 048	3 079	5 448
EBIT	6 864	10 062	6 112	3 151	5 617
Celkový vložený kapitál	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459
Vlastní kapitál	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042
Tržby	87 886	120 450	139 890	114 388	103 518

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Rentabilita celkového vloženého kapitálu **ROA** od začátku analyzovaného období klesá z hodnoty 22,41 % a nejnižší je v roce 2011 (4,98 %), v roce 2012 se mírně zvýšila na hodnotu 6,38 %. Tento vývoj je dán poměrně nízkými hodnotami EAT v letech 2011 a 2012 oproti předchozím rokům a také vysokými hodnotami celkového kapitálu v posledních dvou letech. Do čitatele tohoto ukazatele je dosazen čistý zisk. Pro porovnávání firem s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích je vypočítán také ukazatel ROA s provozním VH (EBIT) v čitateli. Podle Statistiky stavebnictví ÚRS Praha a.s. [8], kde je uveden vývoj vybraných poměrových ukazatelů za roky 2008 až 2011, se v těchto letech pohybovaly hodnoty ROA v rozmezí 5,8 až 8,1 %. Tyto hodnoty podnik ve všech letech převyšuje.

Tabulka 5.2.4 – 4 – Ukazatel ROA

Ukazatele ROA	2008	2009	2010	2011	2012
ROA - v čitateli EAT	22,41%	18,90%	13,88%	4,98%	6,38%
ROA - v čitateli EBIT	28,96%	24,69%	17,13%	6,75%	10,92%
Stavebnictví - průměr	7,27%	7,32%	8,1%	5,8%	-

Zdroj: vlastní tvorba

Ukazatel **ROE** rentabilita vlastního kapitálu dává informaci vlastníkům firmy, zda se jimi vložené prostředky dostatečně zhodnocují při určitém riziku investice. Z tohoto důvodu je tento ukazatel porovnáván s výnosností bezrizikové investice, tedy například státních dluhopisů, ta se pohybuje do pěti procent u desetiletého spořicího státního dluhopisu. Rentabilita vlastního kapitálu analyzovaného podniku je v celém hodnoceném období vyšší než výnos státního dluhopisu, což je pro investory pozitivní.

Tabulka 5.2.4 – 5 – Ukazatel ROE

Ukazatele ROE	2008	2009	2010	2011	2012
ROE - v čitateli EAT	29,22%	29,92%	16,18%	7,28%	9,37%

Zdroj: vlastní tvorba

Hodnoty rentability tržeb **ROS** vykazují nejnižší výsledky z ukazatelů rentabilit. V období 2009 – 2011 je vidět klesající tendence, která je zapříčiněná i klesajícími zisky v těchto letech. V roce 2012 je vidět mírné zlepšení. Při cenové kalkulaci pro stanovení ziskové přírážky je dobré podle Sedláčka [5, s. 64] dosadit do vzorce EBT –

zisk před zdaněním. Pro srovnání jsou i výsledky s EAT v čitateli. Pro srovnání různých firem s rozdílnou skladbou kapitálu slouží výsledky s EBIT (provozní zisk) v čitateli. Rentabilita tržeb ve stavebnictví se pohybovala v letech 2010 a 2011 na hodnotách 7,4 % a 5,7 % [8], výsledky ROS jsou v tomto období nižší.

Tabulka 5.2.4 – 6 – Ukazatel ROS

Ukazatele ROS	2008	2009	2010	2011	2012
ROS - v čitateli EAT	6,04%	6,40%	3,54%	2,03%	3,17%
ROS - v čitateli EBT	7,60%	8,20%	4,32%	2,69%	5,26%
ROS - v čitateli EBIT	7,81%	8,35%	4,37%	2,75%	5,43%

Zdroj: vlastní tvorba

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti měří míru zadlužení firmy, tedy poměr mezi vlastním a cizím financováním podniku. Výsledné hodnoty jsou důležité zejména pro věřitele. Vstupní data pro výpočty ukazatelů jsou uvedeny v tabulce 5.2.4 – 7.

Tabulka 5.2.4 – 7 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů zadluženosti

Vstupní data	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459
Vlastní kapitál	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042
Cizí zdroje	5 343	14 969	5 064	14 691	16 241
EBIT	6 864	10 062	6 112	3 151	5 617
Nákladové úroky	5	60	18	0	2

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Celková zadluženost analyzované společnosti se pohybuje v intervalu od 14,19 % v roce 2010 až do 36,72 % v roce 2009. V porovnání s průměrnými hodnotami u malých stavebních podniků, kde se zadluženost v letech 2010 a 2011 pohybovala mírně nad 50 % [8], je celková zadluženost poměrně nízká. Celková zadluženost je z velké části ovlivněna především závazky z obchodních vztahů.

Tabulka 5.2.4 – 8 – Ukazatele celkové zadluženosti a koeficientu samofinancování

Celková zadluženost (Debt ratio)					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí zdroje / Aktiva celkem	22,54%	36,72%	14,19%	31,49%	31,56%
Koeficient samofinancování (Equity ratio)					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál / Aktiva celkem	76,67%	63,17%	85,76%	68,31%	68,10%

Zdroj: vlastní tvorba

Doplňkovým ukazatelem k celkové zadluženosti je **koeficient samofinancování** (také označovaný jako kvóta vlastního kapitálu), součet obou ukazatelů je roven 100 %. Stejnou vypovídací jako ukazatel celkové zadluženosti má i **koeficient zadluženosti**. Rozdíl vypovídacích hodnot mezi těmito ukazateli spočívá v tom, že celková zadluženost roste lineárně do 100 %, ale koeficient zadluženosti roste exponenciálně až k nekonečnu.

Tabulka 5.2.4 – 9 – Koeficient zadluženosti

Koeficient zadluženosti (Debt-equity ratio)					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí zdroje / Vlastní kapitál	29,40%	58,14%	16,55%	46,10%	46,35%

Zdroj: vlastní tvorba

Výsledné hodnoty **ukazatele úrokového krytí** jsou ovlivněny velice nízkými hodnotami nákladových úroků. Společnost totiž nevyužívá žádné bankovní úvěry. V roce 2011 jsou dokonce nákladové úroky nulové, proto výsledek tohoto ukazatele v roce 2011 nemůže být vypočítán. V ostatních letech jsou výsledky velice pozitivní.

Tabulka 5.2.4 – 10 – Ukazatel úrokového krytí

Ukazatel úrokového krytí					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
EBIT/ Nákladové úroky	1372,80	167,70	339,56	-	2808,50

Zdroj: vlastní tvorba

Ukazatele aktivity

Měří efektivnost hospodaření firmy dle rychlosti obratu vybraných položek. Jednotlivé obory podnikání budou mít výsledky rozdílné. Ve stavebnictví je předpoklad, že doby obratu budou poměrně vysoké. Vstupní data jsou v tabulce 5.2.4 – 11.

Tabulka 5.2.4 – 11 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů likvidity

Vstupní data	2008	2009	2010	2011	2012
Celkový vložený kapitál	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459
Zásoby	578	3 047	7 593	1 550	2 342
Tržby	87 886	120 450	139 890	114 388	103 518
Pohledávky z obchodních vztahů	12 461	17 364	8 226	25 753	18 967
Závazky z obchodních vztahů	2 384	10 010	2 167	12 321	6 767

Zdroj: vlastní tvorba

Vázanost celkových aktiv vyjadřuje intenzitu využití aktiv pro dosažení tržeb. Z hlediska hodnocení jsou dobré nízké výsledky, které znamenají, že firma nemusí zvyšovat své finanční zdroje. Firma dosahuje poměrně dobrých výsledků.

Tabulka 5.2.4 – 12 – Vázanost celkových aktiv

Vázanost celkových aktiv					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Celková aktiva / Tržby	0,27	0,34	0,26	0,41	0,50

Zdroj: vlastní tvorba

Kolikrát se aktiva obrátí během roku, ukazuje **obrat celkových aktiv**. Tyto hodnoty je užitečné srovnat s oborovým průměrem. Průměr obratu celkových aktiv ve stavebnictví je po celé hodnocené období nižší [8] než analyzované společnosti, jak dokládá tabulka 5.2.4 – 13. Intenzita využívání aktiv firmy je tedy dobrá.

Tabulka 5.2.4 – 13 – Ukazatel obratu celkových aktiv

Ukazatel obratu celkových aktiv					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby / Celková aktiva	3,71	2,96	3,92	2,45	2,01
Stavebnictví - průměr	1,64	1,47	1,09	1,02	-

Zdroj: vlastní tvorba

Intenzitu využití zásob vyjadřují ukazatele **obratovost zásob** a **doba obratu zásob**. Obratovost zásob je ve stavebnictví průměrně v rozmezí 17 až 19 krát za rok [8] a doba obratu tedy vychází kolem 20 dní. Kromě roku 2010, kdy výsledky odpovídají situaci ve stavebnictví, je obratovost zásob podniku vyšší než oborový průměr a hodnoty jsou tedy příznivé. Velké výkyvy ve výsledcích (u obratovosti 18,42 – 152,05) jsou způsobeny poměrně velkými změnami vykazovaných zásob v jednotlivých letech.

Tabulka 5.2.4 – 14 – Obratovost a doba obratu zásob

Obratovost zásob					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby / Zásoby	152,05	39,53	18,42	73,80	44,20
Doba obratu zásob = 365 / obratovost zásob					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu zásob	2,40	9,23	19,81	4,95	8,26
Stavebnictví - průměr	21,42	20,64	20,4	18,79	-

Zdroj: vlastní tvorba

Doba obratu pohledávek by měla být ideálně nižší než **doba obratu závazků**. Tato podmínka ovšem ve firmě není po celé analyzované období splněna. K negativnímu obrazu těchto ukazatelů přispívají i vyšší hodnoty doby obratu pohledávek v letech 2011 a 2012 než v předchozích letech. Je však nutno poznamenat, že doba splatnosti faktur ve stavebnictví může být někdy až 90 dní, což je menší hodnota než doby obratu pohledávek.

Tabulka 5.2.4 – 15 – Obratovost a doba obratu pohledávek a závazků

Obratovost pohledávek					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby / Pohledávky	7,05	6,94	17,01	4,44	5,46
Doba obratu pohledávek = 365 / obratovost pohledávek					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu pohledávek	51,75	52,62	21,46	82,18	66,88
Obratovost závazků					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby / Závazky	36,86	12,03	64,55	9,28	15,30
Doba obratu závazků = 365 / obratovost závazků					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu závazků	9,90	30,33	5,65	39,32	23,86

Zdroj: vlastní tvorba

Ukazatele s využitím cash flow

Sestavují se pro zachycení jevů, které mohou upozorňovat na platební potíže a dávají informace o finanční situaci firmy. Vstupní data pro následující výpočty jsou uvedeny v tabulce 5.2.4 - 16. Výpočet položky CF z provozní činnosti je uveden v teoretické části. Do vzorců je však dosazována položka čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami z výkazu o tvorbě a použití peněžních prostředků.

Tabulka 5.2.4 – 16 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů s využitím CF

Vstupní data	2008	2009	2010	2011	2012
CF z provozní činnosti	4 212	11 263	2 629	2 724	14 435
Tržby	87 886	120 450	139 890	114 388	103 518
Celkový vložený kapitál	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459
Cizí zdroje (CZ)	5 343	14 969	5 064	14 691	16 241
Vlastní kapitál (VK)	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Prvním z ukazatelů využívající cash flow je **rentabilita tržeb**. Je vhodné jej porovnat s rentabilitou tržeb ROS (ziskovým rozpětím) ze skupiny ukazatelů rentability.

Tabulka 5.2.4 – 17 – Srovnání ROS a rentability tržeb s využitím CF

Ukazatele ROS	2008	2009	2010	2011	2012
ROS - v čitateli EAT	6,04%	6,40%	3,54%	2,03%	3,17%
Rentabilita tržeb	2008	2009	2010	2011	2012
CF/tržby	4,79%	9,35%	1,88%	2,38%	13,94%

Zdroj: vlastní tvorba

Cash flow v čitateli lépe zohledňuje disponibilní prostředky, je tedy vhodnější než zisk. Výsledné hodnoty obou ukazatelů jsou značně rozdílné. Ve výpočtu je použito cash flow z provozní činnosti, rozdíl mezi ukazateli je tedy způsoben nejvíce odpisy dlouhodobého majetku a změnou stavu opravných položek a rezerv.

Rentabilita celkového kapitálu se poměruje s průměrnou úrokovou mírou placenou bankám z úvěrů. Tyto úrokové sazby po celé analyzované období nepřekročily hranici 5 % (brána sazba PRIBOR 3m) [9]. Rentabilita celkového kapitálu však po celé

hodnocené období je relativně vysoká (v roce 2012 dokonce 28,05 %), podle Sedláčka [5, s. 83] je pak výhodné mít co nejvíce úvěrů, jelikož působí jako nástroj růstu firmy. Analyzovaný podnik však v celém hodnoceném období nevyužívá žádný bankovní úvěr.

Tabulka 5.2.4 – 18 – Rentabilita celkového kapitálu s využitím CF

Rentabilita celk. kapitálu	2008	2009	2010	2011	2012
CF/kapitál	17,77%	27,63%	7,37%	5,84%	28,05%

Zdroj: vlastní tvorba

Stupeň oddlužení vypovídá o schopnosti podniku vyrovnávat vzniklé závazky z vlastní finanční síly. Doporučené hodnoty se podle Růčkové [4, s. 64] pohybují mezi 20 a 30 %. Vyjma roku 2011 se hodnoty podniku pohybují vysoko nad horní hranicí doporučených hodnot. Společnost pravděpodobně nemá problém se splácením svých závazků.

Tabulka 5.2.4 – 19 – Stupeň oddlužení

Stupeň oddlužení	2008	2009	2010	2011	2012
CF/CZ	78,83%	75,24%	51,92%	18,54%	88,88%

Zdroj: vlastní tvorba

Rentabilita vlastního kapitálu z CF není na rozdíl od ROE rentability vlastního kapitálu ovlivněna odpisy a tvorbou dlouhodobých rezerv, což je také důvod, proč se výsledné hodnoty v některých letech výrazně liší. Je dobré navzájem porovnat tyto dva ukazatele.

Tabulka 5.2.4 – 20 – Srovnání rentability vlastního kapitálu z CF s ROE

Rentabilita vlastního kapitálu z CF					
Popis	2008	2009	2010	2011	2012
CF/VK	23,18%	43,74%	8,59%	8,55%	41,19%
ROE	29,22%	29,92%	16,18%	7,28%	9,37%

Zdroj: vlastní tvorba

5.2.5 Souhrnné indexy hodnocení

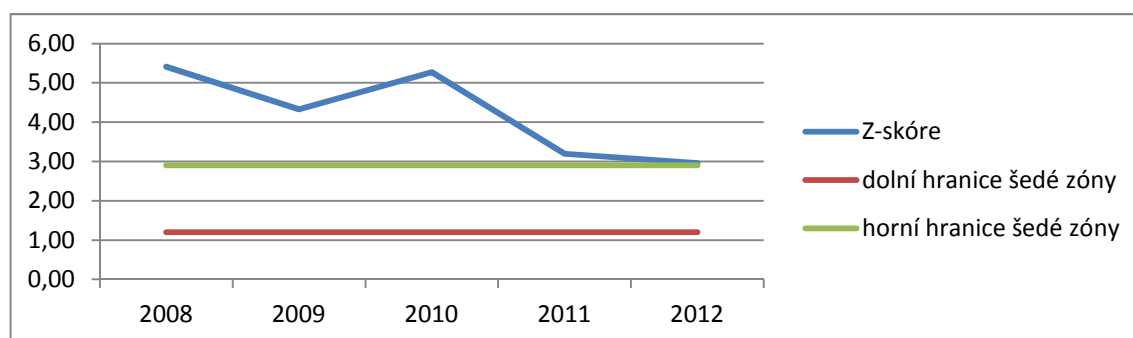
Altmanův model (Z – skóre)

Tento bankrotní model jednoduše odlišuje bankrotující firmy od finančně zdravých společností. Analyzovaný podnik není veřejně obchodovatelný na burze, proto je vybrána rovnice pro tento typ podniků. Výsledné hodnoty se po celé období pohybují nad hranicí 2,9, což znamená pásmo prosperity. Je třeba ovšem upozornit na klesající tendenci od roku 2010.

Tabulka 5.2.5 – 1 – Z-skóre

	2008	2009	2010	2011	2012
Z-skóre	5,41	4,32	5,27	3,19	2,96

Zdroj: vlastní tvorba



Obrázek 10 – Vývoj Altmanova modelu (Z-skóre), zdroj: vlastní tvorba

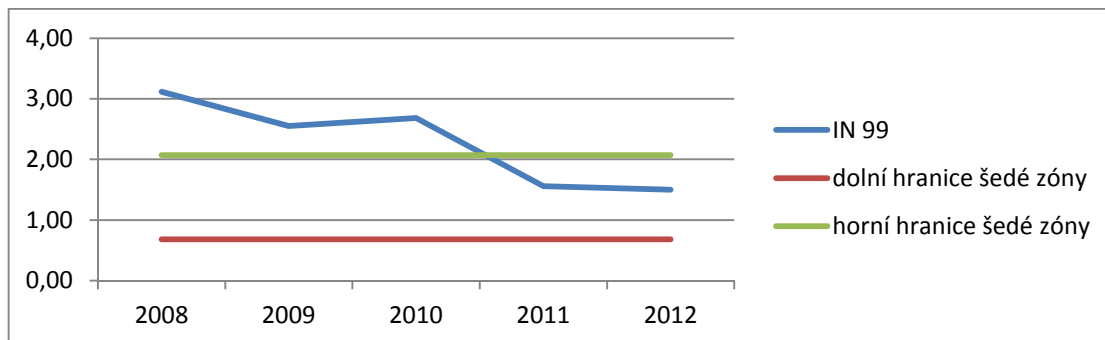
Model IN – Index důvěryhodnosti

Je další ze zástupců bankrotních modelů, jehož součástí jsou modely IN 95, IN 99 a IN 01. Vzhledem k velice nízkým nákladovým úrokům (v roce 2011 dokonce nulovým) a také vzhledem k faktu, že se v modelu počítá se závazky po lhůtě splatnosti, o jejichž existenci v podniku nebyly při analýze informace k dispozici, jsou výsledné hodnoty indexu **IN 95** nesmyslně vysoké, a proto není tento ukazatel pro analyzovanou společnost vhodný. Výsledné hodnoty modelu **IN 99** mají podobný trend jako Altmanův model, ale v posledních dvou letech se pohybují v šedé zóně potenciálních problémů, jejíž hranice se pohybují v intervalu od 0,684 do 2,07. Podnik by tedy měl tomuto ukazateli věnovat pozornost.

Tabulka 5.2.5 – 2 – Index IN 99

	2008	2009	2010	2011	2012
IN 99	3,12	2,55	2,68	1,56	1,50

Zdroj: vlastní tvorba



Obrázek 11 – Vývoj Indexu IN 99, zdroj: vlastní tvorba

Kvůli velice nízkým nákladovým úrokům je nevhodný také ukazatel **IN 01** pro analyzovaný podnik, zde jsou výsledky také nepřiměřeně vysoké.

Tamariho model

Výsledky tohoto bonitního modelu jsou podle Tamariho bodové stupnice poměrně příznivé. Je však třeba mít na pozoru neustálý pokles hodnot od prvního analyzovaného roku. Maximální bodové ohodnocení firmy je 100 bodů, což značí vynikající bonitu sledované firmy. Tohoto výsledku podnik dosáhl pouze v roce 2008, poté výsledky klesly až na hodnotu 76 bodů v letech 2011 a 2012. Pozitivní je, že oproti roku 2011 ukazatel v roce 2012 nepoklesl. Výsledky jednotlivých rovnic a jejich obodování podle Tamariho stupnice jsou součástí příloh.

Tabulka 5.2.5 – 3 – Výsledky Tamariho modelu

Výsledky Tamariho modelu				
2008	2009	2010	2011	2012
100	92	90	76	76

Zdroj: vlastní tvorba

Kralickův Quicktest

Při analýze společnosti u tohoto bonitního modelu se hodnotí (obodováním výsledků jednotlivých rovnic tohoto testu body 0 – 4) finanční stabilita, jež vychází ve všech letech stejná – 2 body. Dále se zkoumá výnosová situace, která je nejhorší v roce 2011 (pouze 1 bod) a nejlepší v roce 2009 (3,5 bodů). Nakonec se hodnotí celková situace, jejíž výsledky po celé analyzované období spadají do šedé zóny v rozmezí 1 – 3. Nad horní hranici šedé zóny se pohybují bonitní firmy, pod dolní hranicí jsou firmy se špatným finančním hospodařením.

Tabulka 5.2.5 – 4 – Výsledky Kralickova Quicktestu

Hodnocení finanční stability				
2008	2009	2010	2011	2012
2	2	2	2	2
Hodnocení výnosové situace				
2008	2009	2010	2011	2012
2,5	3,5	2,5	1	3
Hodnocení celkové situace				
2008	2009	2010	2011	2012
2,25	2,75	2,25	1,5	2,5

Zdroj: vlastní tvorba

5.3 Analýza výkonnosti podniku pomocí metody EVA

Nyní je zaměřeno hodnocení na výkonnost podniku INSTAV Hlinsko, a.s. pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA v základní variantě, která je označovaná též jako EVA entity [2, s. 54]. Pro analýzu je využito stejných vstupních dat jako u tradiční finanční analýzy, tedy dat z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow za (hospodářské) roky 2008 až 2012. K určení toho, zda podnik vytváří hodnotu svým majitelům, je potřeba nejdříve vypočítat jednotlivé části ukazatele EVA. Jedná se o výpočet čistých operačních aktiv (NOA), dále se musí určit operační výsledek hospodaření (NOPAT) a je třeba také stanovit průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).

5.3.1 Propočet operačních aktiv (NOA)

Aktiva vykázána v rozvaze musí být snížena o neoperativní aktiva, tedy o taková aktiva, která nejsou nezbytná pro základní činnosti podniku. Dále je třeba aktiva snížit o neúročený cizí kapitál. Takovéto úpravy rozvahy jsou provedeny podle postupu výpočtu uvedeném v publikaci Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku od autorů manželů Maříkových.

Vyloučení neoperačních aktiv

Krátkodobý finanční majetek

Firma nevykazuje žádné krátkodobé cenné papíry a podíly. Peněžní prostředky (PP) by měly být udržovány jen na provozně nutné výši. Podle Maříkových je výše provozně potřebných peněžních prostředků rovna $0,3 \cdot$ krátkodobé závazky z rozvahy [2, s. 101]. Nadbytečná výše peněžních prostředků bude odečtena od celkových aktiv.

Tabulka 5.3.1 – 1 – Určení nadbytečné výše peněžních prostředků

	2008	2009	2010	2011	2012
Krátkodobé závazky	3 674	12 707	3 787	13 963	8 344
Provozně potřebná výše PP	1 102	3 812	1 136	4 189	2 503
Nadbytečná výše PP	3 503	8 302	11 504	8 329	19 370

Zdroj: vlastní tvorba

Nedokončené investice

Nedokončené investice vykázané v rozvaze jsou vyjma roku 2011 nulové. V roce 2011 nabývají hodnoty 87 000 Kč. Jelikož se tento majetek nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření, není zahrnut do čistých operačních aktiv.

Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Mezi tato aktiva patří především majetek pořízený na leasing. U analyzovaného podniku je pravděpodobné, že nějaký majetek má financovaný pomocí finančního leasingu. Potřebná data o leasingu však nebyla k dispozici.

Oceňovací rozdíly u zásob a u dlouhodobého majetku

Zásoby jsou v podniku oceňovány metodou FIFO (First In, First Out), což lze vyčíst z výroční zprávy společnosti. Tato metoda nevyžaduje přecenění. U dlouhodobého majetku, který je oceněn historickými cenami, jež neberou v úvahu růst cen a pomíjí technický pokrok, je potřeba znát jeho strukturu podle stáří, jeho pořizovací ceny a použít vhodný cenový index. Tyto informace však nebyly k dispozici, tudíž nejsou vypočteny oceňovací rozdíly.

Krátkodobé, explicitně neúročené závazky

Jedná se zpravidla o dodavatelské úvěry. Protože je předpoklad, že finanční náklady spojené s těmito úvěry jsou již obsaženy v nákupních cenách, vykázaný operační výsledek hospodaření by byl o tyto náklady však nižší, proto se čistá operační aktiva sníží o neúročené závazky. Položky, o které by se měla aktiva snížit, jsou podle [2, s. 47-48] krátkodobé závazky a pasivní položky časového rozlišení (výdaje příštích období).

Tabulka 5.3.1 – 2 – Určení výše explicitně neúročených závazků

	2008	2009	2010	2011	2012
Krátkodobé závazky	3 674	12 707	3 787	13 963	8 344
Časové rozlišení	188	45	18	91	176
Součet neúročených závazků	3 862	12 752	3 805	14 054	8 520

Zdroj: vlastní tvorba

Shrnutí úprav potřebných pro výpočet NOA

Všechny výše vyjmenované úpravy jsou znázorněny v tabulce 5.3.1 – 3 a je vypočítána i velikost čistých operačních aktiv NOA.

Tabulka 5.3.1 – 3 – Určení výše NOA

	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celková	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459
(-) nadbytečné peníze	3 503	8 302	11 504	8 329	19 370
(-) nedokončené investice	0	0	0	87	0
(-) explicitně neúročené závazky	3 862	12 752	3 805	14 054	8 520
NOA = čistá operační aktiva	16 339	19 707	20 373	24 181	23 569

Zdroj: vlastní tvorba

5.3.2 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření - NOPAT

Při určování velikosti operačního výsledku hospodaření je potřeba dodržet zásadu symetrie mezi NOA a NOPAT. Tedy jsou-li aktiva zařazena do NOA, pak jejich náklady a výnosy musí být obsaženy ve výpočtu NOPAT a naopak. Za základ pro určení NOPAT je vzat výsledek hospodaření z běžné činnosti (provozní VH + finanční VH). Jeho výši a vývoj ukazuje tabulka 5.3.2 – 1.

Tabulka 5.3.2 – 1 – Vývoj VH z běžné činnosti

	2008	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti	6 680	9 881	6 048	3 079	5 448

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu

Placené úroky z finančních nákladů se přičtou zpět k výsledku hospodaření. Velikost nákladových úroků v analyzovaném období je v tabulce 5.3.2 - 2.

Tabulka 5.3.2 – 2 – Nákladové úroky

	2008	2009	2010	2011	2012
Nákladové úroky	5	60	18	0	2

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Vyloučení mimořádných položek

Od výsledku hospodaření je třeba odečíst mimořádné položky, mezi které patří prodej dlouhodobého majetku, jelikož nesouvisí s provozní činností podniku. Velikost

prodeje dlouhodobého majetku je stanoven jako rozdíl tržeb z prodeje DM a zůstatkové ceny prodaného DM.

Tabulka 5.3.2 – 3 – Velikost prodeje DM

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje DM	0	313	169	70	825
Zůstatková cena prodaného DM	0	234	56	26	0
Prodej DM	0	79	113	44	825

Zdroj: vlastní tvorba

Úprava daní

Upravená daň, která by teoreticky byla placena z operačního výsledku hospodaření, se vypočítá vynásobením NOPAT skutečnou daňovou sazbou. Tato skutečná sazba se získá vydělením splatné daně účetním výsledkem hospodaření.

Tabulka 5.3.2 – 4 – Určení daňové sazby pro výpočet NOPAT

	2008	2009	2010	2011	2012
Daň splatná	1 369	2 128	1 098	752	2 071
VH za účetní období	5 311	7 704	4 951	2 321	3 285
Daňová sazba	25,8%	27,6%	22,2%	32,4%	63,0%

Zdroj: vlastní výroba

Shrnutí úprav potřebných pro výpočet NOPAT

Přehled výše zmíněných úprav a výpočet operačního výsledku hospodaření je uveden v tabulce 5.3.2 - 5.

Tabulka 5.3.2 – 5 – Potřebné úpravy pro určení NOPAT

	2008	2009	2010	2011	2012
VH z běžné čin.	6 680	9 881	6 048	3 079	5 448
(+) nákladové úroky	5	60	18	0	2
(-) prodej DM	0	79	113	44	825
NOPAT před daní	6 685	9 862	5 953	3 035	4 625
daňová sazba	25,8%	27,6%	22,2%	32,4%	63,0%
daň z NOPAT	1 723	2 724	1 320	983	2 916
NOPAT	4 962	7 138	4 633	2 052	1 709

5.3.3 Určení průměrných vážených nákladů kapitálu – WACC

Sazba nákladů kapitálu určuje při výpočtu ekonomické přidané hodnoty minimální rentabilitu kapitálu. Při výpočtu je používán vzorec (40), který byl zmíněn i v teoretické části a zde je připomenut jeho tvar.

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

Jelikož analyzovaná společnost nevyužívá žádné bankovní úvěry a výpomoci, je tedy velikost cizího zpoplatněného kapitálu (D) nulová, bezpředmětné je tedy zabývání se i určením nákladu na cizí kapitál (r_d) a daní z příjmů právnických osob (t). Velikost vlastního kapitálu (E) a celkového kapitálu (C) je brána z rozvahy. Zbývá tedy určení nákladu na vlastní kapitál (r_e).

Náklad vlastního kapitálu se určí podle rovnice (41):

$$r_e = r_0 + \beta * (R_m - R_d) = r_0 + RP$$

Výnosnost zcela bezrizikové investice r_0 splňuje například hodnota úrokové sazby státních dluhopisů, vypočítána je tedy průměrná tržní výnosnost státních dluhopisů R_d (v důsledku toho $r_0 = R_d$). Pro výpočet R_d je do výpočtu zahrnuto 6 vybraných státních dluhopisů, jimž končí platnost v rozmezí let 2018 – 2022. Obrázek s přehledem státních dluhopisů je součástí příloh. Výsledná hodnota vypočtená jako aritmetický průměr výnosnosti vybraných šesti dluhopisů $r_0 (= R_d)$ vychází 3,9 %. Dále je stanoven β koeficient, který udává změnu výnosnosti akcií podniku v závislosti na změně výnosnosti celého kapitálového trhu. Analyzovaný podnik je střední velikosti se střední mírou zadluženosti (poměr cizího a vlastního kapitálu se v posledních dvou letech pohybuje lehce nad 40 %), proto je zařazen jako středně rizikový a β koeficient je stanoven tak, že je roven 1. Průměrná roční výnosnost tržního portfolia akcií R_m je určena jako aritmetický průměr minimální (852,9) a maximální (1 066,14) hodnoty Indexu PX za posledních 24 měsíců. Výsledná hodnota R_m je rovna přibližně 9,6 %. Po stanovení všech složek výpočtu nákladu vlastního kapitálu je tento vypočítán, $r_e = 9,6 \%$.

Jednotlivé části pro výpočet WACC jsou shrnuty v tabulce 5.3.1 - 9, kde jsou i vypočteny průměrné vážené náklady kapitálu.

Tabulka 5.3.3 – 1 – Výpočet WACC

	2008	2009	2010	2011	2012
E	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042
D	0	0	0	0	0
r_e	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
C	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042
WACC	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%

Zdroj: vlastní tvorba

5.3.4 Výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA

Po výše určených složek potřebných pro výpočet ukazatele EVA, je tento ukazatel stanoven podle rovnice (38), která je rovněž zmíněna již v teoretické části.

$$EVA\ entity = NOPAT - NOA * WACC$$

Vypočítané hodnoty operačního výsledku hospodaření (NOPAT), čistých operačních aktiv (NOA) a průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) jsou společně s výpočtem ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA uvedeny v tabulce 5.3.4 – 1.

Tabulka 5.3.4 – 1 – Výpočet EVA entity

	2008	2009	2010	2011	2012
NOA	16 339	19 707	20 373	24 181	23 569
NOPAT	4 962	7 138	4 633	2 052	1 709
WACC	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%	9,60%
EVA entity	3 394	5 247	2 678	-269	-552

Zdroj: vlastní tvorba

Výsledky poukazují na tvorbu nové hodnoty v prvních třech analyzovaných letech. V letech 2011 a 2012 se však výsledky EVA pohybují v záporných číslech, což je způsobeno vyššími operačními aktivy a nižším operačním ziskem. Podnik netvoří hodnotu v posledních dvou hodnocených letech, která by uspokojila vlastníky firmy, jelikož výnos v podobě dosažené výše NOPAT nedokáže pokrýt náklady na kapitál.

Hodnota podniku tak v posledních dvou letech klesá. Podnik by tedy měl odprodat aktiva, která nejsou potřebná k operační činnosti a nevytvářejí tak hodnotu pro firmu.

5.4 Výpočet ukazatele EVA podle metodiky MPO

Nyní pro srovnání s výše vypočítanou hodnotou EVA entity provedu výpočet ukazatele EVA podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, který je označován jako EVA equity. Výpočet ukazatele je proveden podle rovnice (42):

$$EVA\ equity = (ROE - r_e) * VK$$

Rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) jsem určil již v tradiční finanční analýze a je součástí poměrových ukazatelů rentabilit. Její vývoj je shrnut v tabulce 5.4 – 1.

Tabulka 5.4 – 1 – Ukazatel ROE

Ukazatele ROE	2008	2009	2010	2011	2012
ROE - v čitateli EAT	29,22%	29,92%	16,18%	7,28%	9,37%

Zdroj: vlastní tvorba

Výše vlastního kapitálu (VK) je zachycena v rozvaze a zobrazena v tabulce 5.4 – 2.

Tabulka 5.4 – 2 – Výše vlastního kapitálu

	2008	2009	2010	2011	2012
Vlastní kapitál (VK)	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Zbývá tedy určit r_e tedy alternativní náklad vlastního kapitálu, který se vypočítá dle rovnice (43):

$$r_e = \frac{WACC * \frac{UZ}{A} - (1 - d) * \frac{U}{BU+O} * (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}$$

Bankovní úvěry (BU) ani dluhopisy (O) firma nevyužívá, úroková míra $U/(BU + O)$ tedy bude nulová, nebude tedy počítat ani s daňovou sazbou z příjmu právnických osob (d). V rámci úplatných zdrojů ($UZ = VK + BU + O$) budu uvažovat jen výši

vlastního kapitálu (VK), jehož vývoj je uveden v tabulce výše. Výše aktiv (A) je uvedena v tabulce 5.4 - 3.

Tabulka 5.4 – 3 – Výše celkových aktiv

	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	23 704	40 761	35 682	46 651	51 459

Zdroj: vlastní tvorba na základě účetních výkazů

Poslední proměnná z výše uvedeného vzorce tedy jsou vážené náklady kapitálu WACC. Ty se vypočítají podle rovnice (44):

$$WACC = r_f + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{LA}$$

Bezriziková sazba r_f je stanovena jako výnos desetiletých státních dluhopisů, jejichž výše je podle propočtů MPO [7, s. 120] stanovena v tabulce 5.4 – 4.

Tabulka 5.4 – 4 – Výše bezrizikové sazby r_f

	2008	2009	2010	2011	2012
r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,79%	2,31%

Zdroj: vlastní tvorba dle údajů MPO

Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku r_{POD} se vztahuje k ukazateli produkční síly (EBIT/aktiva) neboli rentabilitě celkového kapitálu ROA. Pokud platí podmínka podle rovnice (45), že

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK+BU+O)}{A} * \frac{U}{BU+O}; \text{ položíme } X1 = \frac{(VK+BU+O)}{A} * \frac{U}{BU+O}$$

když $EBIT/A$ je větší než $X1$, což u analyzovaného podniku platí, jelikož úroková míra $U/(BU + O)$ je nulová, a proto je nulové i $X1$, pak se bere minimální hodnota r_{POD} v odvětví. Na webu MPO [7, s. 122] byly nalezeny tyto hodnoty jen za roky 2010 až 2012, v letech 2008 a 2009 je tedy uvažována stejná hodnota jako v roce 2010.

Tabulka 5.4 – 5 – Výše rizikové přírážky za podnikatelské riziko r_{POD}

	2008	2009	2010	2011	2012
r_{POD}	2,61%	2,61%	2,61%	2,64%	2,48%

Zdroj: vlastní tvorba dle údajů MPO

Riziková přírážka za finanční stabilitu r_{FINSTAB} charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv a poměřuje se s běžnou likviditou L3. Běžná likvidita se poměřuje s průměrnými mezními hodnotami běžné likvidity průmyslu, které jsou označeny XL1 a XL2. MPO doporučuje zvolit hodnoty $\text{XL1} = 1$ a $\text{XL2} = 2,5$. Tyto hodnoty jsou použity v letech, u nichž nebyly nalezeny skutečné hodnoty XL1 a XL2, tedy v letech 2009, 2011 a 2012. Nutno podotknout, že skutečné hodnoty jsou nižší než ty, které doporučuje MPO a hodnoty běžné likvidity jsou vysoko nad hodnotami XL2, jak ukazuje tabulka 5.4 – 6.

Tabulka 5.4 – 6 – Porovnání mezních hodnot běžné likvidity s L3 podniku

	2008	2009	2010	2011	2012
XL1	1,25	1	1,25	1	1
XL2	1,8	2,5	1,55	2,5	2,5
Běžná likvidita (L3)	5,19	2,76	8,11	3,03	5,37

Zdroj: vlastní tvorba s použitím údajů MPO

Je-li běžná likvidita větší než XL 2 pak je $r_{\text{FINSTAB}} = 0 \%$ podle metodiky MPO. Tuto podmínku analyzovaná společnost splňuje po celé hodnocené období.

Posledním členem při výpočtu vážených nákladů kapitálu je riziková přírážka za velikost podniku r_{LA} . Velikost této přírážky se odvíjí od velikosti úplatných zdrojů podniku. Jelikož výše úplatných zdrojů podniku je v celém období menší než 100 mil. Kč, pak výše r_{LA} je po celé období 5 %. Výše zmíněné výpočty složek WACC jsou shrnuty v tabulce 5.4 – 7, kde je vypočítáno i WACC v jednotlivých letech.

Tabulka 5.4 – 7 – Výpočet WACC dle metodiky MPO

	2008	2009	2010	2011	2012
r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,79%	2,31%
r_{POD}	2,61%	2,61%	2,61%	2,64%	2,48%
$r_{FINSTAB}$	0%	0%	0%	0%	0%
r_{LA}	5%	5%	5%	5%	5%
WACC = r_e	12,16%	12,28%	11,32%	11,43%	9,79%

Zdroj: vlastní tvorba s využitím údajů MPO

Alternativní náklad vlastního kapitálu r_e je ve stejné výši jako vážené náklady kapitálu WACC, což vyplývá z uvedené rovnice (43) na výpočet r_e , protože podnik nemá žádné bankovní úvěry a dluhopisy, a proto je výše úplatných zdrojů rovna výši vlastního kapitálu.

V tabulce 5.4 - 8 jsou uvedeny všechny složky potřebné pro výpočet EVA equity a je vypočítána i výše tohoto ukazatele v jednotlivých letech.

Tabulka 5.4 – 8 – Výpočet EVA equity

	2008	2009	2010	2011	2012
ROE	29,22%	29,92%	16,18%	7,28%	9,37%
r_e	12,16%	12,28%	11,32%	11,43%	9,79%
Vlastní kapitál	18 173	25 747	30 600	31 869	35 042
EVA equity	3 100	4 542	1 487	-1 323	-147

Zdroj: vlastní tvorba

Z tabulky 5.4 - 8 je patrné, že podnik tvoří přidanou hodnotu v prvních třech analyzovaných letech, v letech 2011 a 2012 se ukazatel EVA dostal do záporných čísel a podnik hodnotu netvoří, alternativní náklad kapitálu (tedy požadovaná výnosnost) r_e je totiž větší než rentabilita vlastního kapitálu ROE. Podnik lze na základě výsledků zařadit v letech 2008 – 2010 do I. kategorie podniků, což jsou podniky tvořící hodnotu ($ROE > r_e$) a v letech 2011 a 2012 do II. kategorie, jejichž rentabilita vlastního kapitálu je vyšší než bezriziková sazba, ale zároveň je nižší než náklady vlastního kapitálu ($r_f < ROE \leq r_e$). Kriteria pro rozdělení podniku do skupin podle tvorby EVA uvádí MPO [7, s. 119]. Nejvyšší hodnotu EVA (4 542) podnik vytvořil v roce 2009, což je způsobeno nejvyšší hodnotou ROE (29,92 %), nejhorší výsledek byl v roce 2011, kdy

byla hodnota EVA záporná (- 1 323), což bylo výrazně nižší ROE než alternativní náklad na vlastní kapitál.

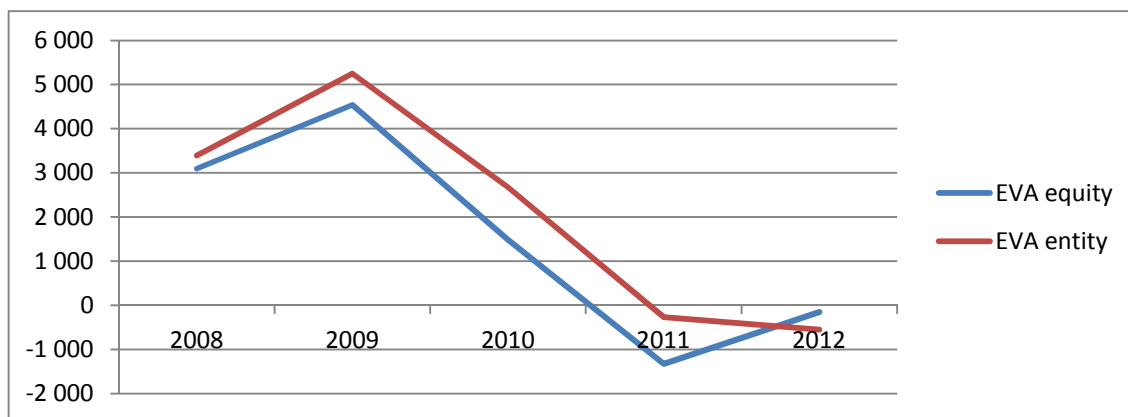
5.5 Porovnání výsledků EVA entity a EVA equity

Ukazatel EVA entity je považovaný za základní a jeho podstatou je transformace účetních dat na ekonomický model a vyjádření operační činnosti podniku. Výpočet ukazatele EVA equity dle metodiky MPO je založen na porovnání rentability vlastního kapitálu a alternativního nákladu na vlastní kapitál. Tabulka 5.5 – 1 a obrázek 12 porovnává hodnoty EVA entity a EVA equity v analyzovaném období. Vývoj hodnot je v letech 2008 – 2011 podobný. Významný je rozdíl v roce 2012, kdy hodnota EVA equity oproti roku 2011 roste (zvýšila se totiž rentabilita vlastního kapitálu a snížila se minimální požadovaná výnosnost vlastního kapitálu), ale EVA entity v porovnání s předchozím rokem klesá, protože v roce 2012 je z celého analyzovaného období nejnižší operační výsledek hospodaření po odpočtu daní NOPAT. Oba ukazatele však shodně informují o skutečnosti, že podnik svým vlastníkům v posledních dvou letech netvoří hodnotu.

Tabulka 5.5 – 1 – Srovnání EVA equity a EVA entity

	2008	2009	2010	2011	2012
EVA equity	3 100	4 542	1 487	-1 323	-147
EVA entity	3 394	5 247	2 678	-269	-552

Zdroj: vlastní tvorba



Obrázek 12 – srovnání EVA equity a EVA entity, zdroj: vlastní tvorba

Závěr

V této závěrečné práci byl zhodnocen podnik Instav Hlinsko, a.s. v období let 2008 až 2012. Hodnocení finanční situace bylo provedeno z pohledu externího analytika za pomoci výročních zpráv podniku za jednotlivé roky, které obsahují účetní výkazy. K posouzení výše jmenovaného podniku bylo využito ukazatelů tradiční finanční analýzy a moderních hodnotových ukazatelů, které jsou popsány v teoretické části této diplomové práce.

Pozitivní je, že podnik vykazuje ve všech analyzovaných letech kladný účetní výsledek hospodaření. Co se týče hodnocení jednotlivých ukazatelů, pro věřitele je jistě pozitivní, že výše cizích zdrojů v podniku je v celém hodnoceném období nižší než vlastní kapitál. Výše čistého pracovního kapitálu po celé období roste. Všechny hodnoty likvidity převyšují doporučené horní hranice, což je dobré z hlediska věřitelů, pro akcionáře to však znamená nižší výnosnost jimi vložených prostředků do podniku. Rentabilita celkových aktiv však převyšuje průměr ve stavebnictví a rentabilita celkového vloženého kapitálu je vyšší než výnosnost státních dluhopisů. Rentabilita tržeb je však poměrně nízká, podnik by tak měl zvýšit efektivitu řízení svých nákladů. Celková zadluženost podniku je velice nízká. Podnik navíc nevyužívá žádné bankovní úvěry a výpomoci. Ukazatelé aktivity vycházejí příznivě, negativní je však výrazně vyšší doba obratu pohledávek než doba obratu závazků. Závazky jsou však oproti pohledávkám poměrně nízké a jak již bylo zmíněno, výše čistého pracovního kapitálu je poměrně velká a hodnoty likvidity jsou výrazně nad horní mezí doporučených hodnot, firma by tak neměla mít problémy se solventností. Rentabilita celkového kapitálu s využitím provozního cash flow je vyšší než úroková míra placená bankám z úvěrů, podnik by tak mohl čerpat bez problému bankovní úvěry, které by podpořily růst firmy.

Ze skupiny souhrnných indexů hodnocení mají bankrotní modely Altmanovo Z-skóre a IN99 stejný trend poklesu po celé období, model IN99 klesl do šedé zóny potenciálních problémů, tomuto vývoji je třeba věnovat pozornost. Pokles značí i Tamariho model a Kralickův index se drží po celé zkoumané období v šedé zóně.

Výsledky ukazatelů ekonomické přidané hodnoty potvrzují pokles výkonnosti a v posledních dvou letech dokonce vykazují záporné hodnoty, firma tedy nevytváří

minimálně požadovanou výnosnost pro své investory a vlastníky. Doporučením z hlediska tvorby ekonomického zisku je odprodej aktiv, která se nepodílí na operačním výsledku hospodaření.

Jednotlivé ukazatele je třeba nadále sledovat, protože vývoj zejména v posledních dvou analyzovaných letech není pro firmu a její vlastníky příliš pozitivní. Cílem této práce je návrh a srovnání ukazatelů tradiční finanční analýzy a moderních hodnotových ukazatelů se zaměřením na výkonnost firmy a jejich následnou aplikaci na konkrétní stavební podnik. Tento cíl je možné považovat za splněný.

Abecední seznam literatury a použitých zdrojů

- [1] MARKOVÁ, L. *Stavební podnik*. studijní opora. 1. vydání. Brno: VUT v Brně, FAST, 2007. 193 s.
- [2] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, s.r.o., 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0
- [3] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2002. 137 s. ISBN 80-247-0125-1
- [4] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. 144 s. ISBN 978-80-247-3916-8
- [5] SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. vydání. Brno: Computer Press, 2001. 217 s. ISBN 80-7226-562-8

Elektronické zdroje

- [6] Instav Hlinsko, a.s. [online 12.1.2014, 16:00hod.].
Dostupné na: <<http://www.instavh.cz/i/cz/o-instavu/profil/>>.
- [7] *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012* [online 12.1.2014, 16:00hod.].
Dostupné na: <<http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/>>.
- [8] *Statistika stavebnictví ÚRS PRAHA, a.s.* [online 12.1.2014, 16:00hod.].
Dostupné na: <<http://mpostav.cz/>>.
- [9] *kurzy.cz*. [online 12.1.2014, 16:00hod.].
Dostupné na: <<http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/pribor-3m/>>.

Účetní výkazy

Rozvaha a výkaz zisku a ztráty společnosti Instav Hlinsko, a.s. za hospodářské roky
2008 – 2012.

Seznam použitých zkratk a symbolů

A	celková aktiva
a.s.	akciová společnost
BCF	brutto cash flow
BIB	brutto investiční báze
BU	bankovní úvěry
BV	účetní hodnota na akcii
C	capital – součet vlastního a cizího zpoplatněného kapitálu
CF	cash flow – peněžní toky
CF ROI	cash flow return on investment – rentabilita investic založená na peněžních tocích
CZ	cizí zdroje
č.	číslo
ČPP	čisté pohotové prostředky
ČPPFF	čistý peněžně-pohledávkový finanční fond
D	debt – cizí zpoplatněný kapitál
DM	dlouhodobý majetek
E	equity – vlastní kapitál
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBT	zisk před zdaněním
EBIT	zisk před odečtením úroků a daní
EVA	economic value added – ekonomická přidaná hodnota

FIFO	first in – first out – způsob ocenění zásob
HDP	hrubý domácí produkt
INFA	ukazatelová soustava pro hodnocení odvětví
IRR	internal rate of return – vnitřní výnosové procento
Kč	Korun českých
LIFO	last in – first out – způsob ocenění zásob
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MV	movité věci
MVA	market value added – tržní přidaná hodnota
např.	například
NOA	net operating assets – čistá operační aktiva
NOPAT	net operating profit after taxes – zisk z operační činnosti podniku po dani
O	dluhopisy
P	tržní cena akcie
PP	peněžní prostředky
r_0	výnosnost zcela bezrizikové investice
r_d	náklady cizího zpoplatněného kapitálu
R_d	průměrná tržní výnosnost státních dluhopisů
r_e	alternativní náklad vlastního kapitálu
r_f	bezriziková sazba
r_{FINSTAB}	riziková přírážka za finanční stabilitu
r_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku

R_m	průměrná roční výnosnost tržního portfolia akcií
ROA	return of assets – rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROE	return of equity – rentabilita vlastního kapitálu
ROS	return on sales – rentabilita tržeb
RP	riziková prémie
r_{POD}	riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku
s.	strana
soc.	sociální
t	tax – sazba daně z příjmů
tis.	tisíc
tzv.	takzvaný
UZ	úplatné zdroje
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	weighted average cost of capital – průměrné vážené náklady kapitálu

Seznam tabulek

Tabulka 3.3.5 – 1 – Výpočet cash flow z hospodářské činnosti	s. 26
Tabulka 3.4.2 – 1 – Bodování výsledků rovnic Kralickova Quicktestu	s. 32
Tabulka 4.1.3 – 1 – Provedené úpravy v rozvaze pro výpočet EVA	s. 41
Tabulka 4.1.3 – 2 – Shrnutí úprav pro určení NOPAT	s. 42
Tabulka 5.1.3 – 1 – Struktura zaměstnanců a průměrné náklady na zaměstnance	s. 53
Tabulka 5.2.1 – 1 – Horizontální analýza aktiv	s. 55
Tabulka 5.2.1 – 2 – Horizontální analýza pasiv	s. 57
Tabulka 5.2.1 – 3 – Vertikální analýza aktiv	s. 57
Tabulka 5.2.1 – 4 – Vertikální analýza pasiv	s. 58
Tabulka 5.2.2 – 1 – Vývoj výsledků hospodaření	s. 59
Tabulka 5.2.2 – 2 – Vertikální analýza vybraných součtových položek	s. 61
Tabulka 5.2.3 – 1 – Čisté pohotové prostředky	s. 62
Tabulka 5.2.3 – 2 – Čistý peněžně-pohledávkový finanční fond	s. 63
Tabulka 5.2.4 – 1 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů likvidity	s. 63
Tabulka 5.2.4 – 2 – Ukazatele likvidity	s. 63
Tabulka 5.2.4 – 3 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů rentability	s. 64
Tabulka 5.2.4 – 4 – Ukazatel ROA	s. 65
Tabulka 5.2.4 – 5 – Ukazatel ROE	s. 65
Tabulka 5.2.4 – 6 – Ukazatel ROS	s. 66
Tabulka 5.2.4 – 7 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů zadluženosti	s. 66
Tabulka 5.2.4 – 8 – Ukazatele celkové zadluženosti a koeficientu samofinancování	67

Tabulka 5.2.4 – 9 – Koeficient zadluženosti	s. 67
Tabulka 5.2.4 – 10 – Ukazatel úrokového krytí	s. 67
Tabulka 5.2.4 – 11 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů likvidity	s. 68
Tabulka 5.2.4 – 12 – Vázanost celkových aktiv	s. 68
Tabulka 5.2.4 – 13 – Ukazatel obratu celkových aktiv	s. 68
Tabulka 5.2.4 – 14 – Obratovost a doba obratu zásob	s. 69
Tabulka 5.2.4 – 15 – Obratovost a doba obratu pohledávek a závazků	s. 69
Tabulka 5.2.4 – 16 – Vstupní data pro výpočet ukazatelů s využitím CF	s. 70
Tabulka 5.2.4 – 17 – Srovnání ROS a rentability tržeb s využitím CF	s. 70
Tabulka 5.2.4 – 18 – Rentabilita celkového kapitálu s využitím CF	s. 71
Tabulka 5.2.4 – 19 – Stupeň oddlužení	s. 71
Tabulka 5.2.4 – 20 – Srovnání rentability vlastního kapitálu z CF s ROE	s. 71
Tabulka 5.2.5 – 1 – Z-skóre	s. 72
Tabulka 5.2.5 – 2 – Index IN 99	s. 73
Tabulka 5.2.5 – 3 – Výsledky Tamariho modelu	s. 73
Tabulka 5.2.5 – 4 – Výsledky Kralickova Quicktestu	s. 74
Tabulka 5.3.1 – 1 – Určení nadbytečné výše peněžních prostředků	s. 75
Tabulka 5.3.1 – 2 – Určení výše explicitně neúročených závazků	s. 76
Tabulka 5.3.1 – 3 – Určení výše NOA	s. 77
Tabulka 5.3.2 – 1 – Vývoj VH z běžné činnosti	s. 77
Tabulka 5.3.2 – 2 – Nákladové úroky	s. 77
Tabulka 5.3.2 – 3 – Velikost prodeje DM	s. 78

Tabulka 5.3.2 – 4 – Určení daňové sazby pro výpočet NOPAT	s. 78
Tabulka 5.3.2 – 5 – Potřebné úpravy pro určení NOPAT	s. 78
Tabulka 5.3.3 – 1 – Výpočet WACC	s. 80
Tabulka 5.3.4 – 1 – Výpočet EVA entity	s. 80
Tabulka 5.4 – 1 – Ukazatel ROE	s. 81
Tabulka 5.4 – 2 – Výše vlastního kapitálu	s. 81
Tabulka 5.4 – 3 – Výše celkových aktiv	s. 82
Tabulka 5.4 – 4 – Výše bezrizikové sazby r_f	s. 82
Tabulka 5.4 – 5 – Výše rizikové přírážky za podnikatelské riziko r_{POD}	s. 83
Tabulka 5.4 – 6 – Porovnání mezních hodnot běžné likvidity s L3 podniku	s. 83
Tabulka 5.4 – 7 – Výpočet WACC dle metodiky MPO	s. 84
Tabulka 5.4 – 8 – Výpočet EVA equity	s. 84
Tabulka 5.5 – 1 – Srovnání EVA equity a EVA entity	s. 85

Seznam obrázků

Obrázek 1 - Du Pont rozklad	s. 29
Obrázek 2 – Organizační uspořádání firmy Instav Hlinsko, a.s.	s. 53
Obrázek 3 – Vývoj aktiv, zdroj: vlastní tvorba	s. 54
Obrázek 4 – Vývoj oběžného majetku	s. 55
Obrázek 5 – Vývoj pasiv	s. 56
Obrázek 6 – Vývoj výsledků hospodaření	s. 59
Obrázek 7 – Porovnání vývoje výkonů a výkonové spotřeby	s. 60
Obrázek 8 – Vývoj čistého pracovního kapitálu	s. 61
Obrázek 9 – Vývoj ukazatelů likvidity	s. 64
Obrázek 10 – Vývoj Altmanova modelu (Z-skóre)	s. 72
Obrázek 11 – Vývoj Indexu IN 99	s. 73
Obrázek 12 – srovnání EVA equity a EVA entity	s. 85

Seznam příloh

- Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Instav Hlinsko, a.s. za roky 2008 - 2012
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti Instav Hlinsko, a.s. za roky 2008 - 2012
- Příloha č. 3: Výkaz cash flow společnosti Instav Hlinsko, a.s. za roky 2008 - 2012
- Příloha č. 4: Horizontální analýza aktiv
- Příloha č. 5: Horizontální analýza pasiv
- Příloha č. 6: Vertikální analýza aktiv
- Příloha č. 7: Vertikální analýza pasiv
- Příloha č. 8: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 10: Tamariho model
- Příloha č. 11: Přehled státních dluhopisů pro výpočet bezrizikové investice r_0