



Ekonomická
fakulta
Faculty
of Economics

Jihočeská univerzita
v Českých Budějovicích
University of South Bohemia
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra účetnictví a financí

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Náklady na kapitál

Vypracovala: Bc. Dana Lacinová

Vedoucí práce: Ing. Radek Zdeněk, Ph.D.

České Budějovice – 2016

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

Jméno a příjmení: **Bc. Dana LACINOVÁ**
Osobní číslo: **E14709**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**
Název tématu: **Náklady na kapitál**
Zadávací katedra: **Katedra účetnictví a financí**

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

Cíl práce:

Cílem práce je určit cenu jednotlivých složek podnikového kapitálu, posoudit přístupy k nákladům na kapitál včetně jejich vlivu na měřítko výkonnosti podniku.

1. Kapitálová struktura podniku. Teorie optimalizace kapitálové struktury.
2. Náklady na vlastní kapitál (model oceňování kapitálových aktiv, arbitrážní modely, stavebnicové modely, dividendové modely).
3. Náklady na cizí kapitál, průměrné náklady kapitálu.
4. Metody hodnocení výkonnosti podniku využívající náklady na kapitál.
5. Aplikace vybraných metod hodnocení, analýza citlivosti.
6. Vyhodnocení výsledků.

Rozsah grafických prací:

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

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**

Seznam odborné literatury:

- Block, S. B., & Hirt, G. A. (1992). *Foundations of financial management (6th ed)*. Boston: Irwin.
- Brealey, R. A., Myers, S.C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance (9th ed)*. New York: McGraw-Hill.
- Kislingerová, E. (2010). *Manažerské finance (3rd ed)*. Praha: C.H.Beck.
- Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress.
- Neumaierová, I. (2005). *Řízení hodnoty podniku aneb nedělejme z podniku záhadu*. Praha: Profess Consulting.
- Neumaierová, I., & Neumaier, I. (2002). *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada Publishing.
- Růčková, P., & Roubíčková, M. (2012). *Finanční management*. Praha: Grada Publishing.
- Valach, J. (2010). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování (3rd ed)*. Praha: Ekopress.


Vedoucí diplomové práce:

Ing. Radek ZDENĚK, Ph.D.


Katedra účetnictví a financí

Datum zadání diplomové práce: **3. března 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **15. dubna 2016**


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

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (1)
370 05 České Budějovice


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

V Českých Budějovicích dne 3. března 2015

PROHLÁŠENÍ

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

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

15. 4. 2016

Bc. Dana Lacinová

PODĚKOVÁNÍ

Chtěla bych poděkovat Ing. Radku Zdeňkovi, Ph.D. za odborné vedení a cenné rady při zpracování mé diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat danému podniku za poskytnutí materiálů.

Obsah

1	Úvod	3
2	Kapitálová struktura podniku	4
2.1	Velikost podnikového kapitálu	4
2.2	Vlastní kapitál	4
2.3	Cizí kapitál	5
2.4	Optimální kapitálová struktura	6
2.5	Teorie optimalizace kapitálové struktury	7
2.5.1	Duranova teorie	7
2.5.2	Teorie Millera a Modiglianiho	8
2.5.3	Kompromisní teorie	9
2.5.4	Teorie hierarchického pořádku	9
2.5.5	Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse	10
2.5.6	Bod indiference kapitálové struktury	11
3	Náklady na kapitál	11
3.1	Náklady na vlastní kapitál	11
3.1.1	Model oceňování kapitálových aktiv	12
3.1.2	Arbitrážní modely (APT)	16
3.1.3	Stavebnicový model	17
3.1.4	Ostatní přístupy odhadů nákladů vlastního kapitálu	19
3.2	Náklady na cizí kapitál	21
3.3	Průměrné náklady kapitálu WACC	21
4	Metody hodnocení výkonnosti podniku využívající náklady na kapitál – Ekonomická přidaná hodnota (EVA)	24
4.1	Základní výpočet ukazatele EVA	24
4.2	Ekonomický zisk a vymezení operační činnosti	25
4.3	Transformace účetních dat na ekonomický model	26
4.3.1	Propočet operačních aktiv (NOA)	26
4.3.2	Určení velikosti operačního výsledku hospodaření NOPAT	30
5	Metodika a cíl práce	31
5.1	Cíl práce	31
5.2	Metodika	31
6	Charakteristika podniku	39

7	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	40
7.1	Model oceňování kapitálových aktiv	40
7.2	Stavebnicový model.....	41
7.2.1	Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) v %	41
7.2.2	Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($r_{podnikatelské}$) v %	42
7.2.3	Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) v %	42
7.2.4	Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %	43
7.2.5	Stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e podle stavebnicového modelu v %	43
7.3	Porovnání nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR	45
8	Stanovení nákladů na cizí kapitál	47
9	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál pomocí modelu CAPM.....	48
9.1	Porovnání WACC alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem v %.....	48
10	Výpočet ekonomické přidané hodnoty	51
10.1	Výpočet ekonomické přidané hodnoty metodou entity	51
10.1.1	Vyloučení neoperačních aktiv	51
10.1.2	Vymezení NOPAT	55
10.2	Výpočet ekonomické přidané hodnoty metodou equity.....	57
10.3	Porovnání ukazatele EVA entity a ukazatele EVA equity.....	59
11	ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ	61
	I. SUMMARY, KEYWORDS	65
	II. SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	66
	III. SEZNAM TABULEK, OBRÁZKŮ.....	68
	IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK	69
	V. SEZNAM PŘÍLOH.....	71
	Příloha 1: Rozvaha za roky 2009 – 2014 v tis. Kč	
	Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty za roky 2009 – 2014 v tis. Kč	

1 Úvod

V současné době je podstatné, aby podniky neustále zvyšovaly svoji výkonnost. Protože tradiční ukazatele k hodnocení výkonnosti podniku již nestačí, je třeba využívat nové moderní ukazatele, mezi které patří i ekonomická přidaná hodnota, která respektuje veškeré náklady na vynaložený kapitál, tj. náklady na vlastní kapitál i náklady na cizí kapitál.

Cílem této diplomové práce je určit cenu jednotlivých složek podnikového kapitálu a posoudit přístupy k nákladům na kapitál včetně jejich vlivu na měřítka výkonnosti podniku.

Práce má dvě hlavní části, část teoretickou a část praktickou. V teoretické části této diplomové práce se zabývám kapitálovou strukturou majetku, teoriemi optimalizace kapitálové struktury, přístupy k nákladům na vlastní kapitál, přístupy k nákladům na cizí kapitál a průměrnými váženými náklady na kapitál. V navazující kapitále je popsána ekonomická přidaná hodnota jako metoda hodnocení výkonnosti podniku.

Na teoretickou část navazuje část praktická. V praktické části bude na úvod uvedeno několik základních informací o hodnocené společnosti. V další části práce zjišťuji cenu jednotlivých složek podnikového kapitálu, posuzuji přístupy k nákladům na kapitál včetně jejich vlivu na ekonomickou přidanou hodnotu. Ekonomická přidaná hodnota bude stanovena variantami EVA entity a EVA equity. Finanční zhodnocení dané společnosti bude provedeno za pětileté období, tj. za období 2010 - 2014.

2 Kapitálová struktura podniku

Kapitálovou strukturou podniku se rozumí struktura prostředků, z nichž vznikl majetek podniku. Pokud vložil kapitál do podniku sám podnikatel nebo skupina podnikatelů, jedná se o vlastní kapitál. Vložil-li kapitál do společnosti věřitel, hovoří se o cizím kapitálu (Synek, 2011). Majetek vyjadřuje, co podnik vlastní, a kapitál, komu to patří (Sedláček, 2011).

2.1 Velikost podnikového kapitálu

Velikost kapitálu závisí na řadě faktorů jako například na velikosti podniku, stupni mechanizace, automatizace, rychlosti obratu kapitálu, organizaci odbytu (Vilímová, 2001). Obecně platí, že čím je podnik větší, tím musí mít větší kapitál, čím více používá techniky, tím vyšší kapitál potřebuje, čím má rychlejší obrat, tím méně kapitálu potřebuje. Podniky s vlastní prodejní sítí vyžadují vyšší kapitál než prodej přes obchodní podniky (Synek, 2011).

Podnik by měl mít tolik kapitálu, kolik potřebuje. Přebytek kapitálu vede k jeho nevhodnému využívání a podniku se nedaří dosahovat předpokládané výnosnosti (Vilímová, 2001). Běžným ukazatelem přebytku kapitálu podniku je poměr mezi vlastním kapitálem a dlouhodobým majetkem (stálá aktiva). Pokud je tento poměr větší než 1, jedná se překapitalizování (Synek, 2011). Naopak nedostatek kapitálu (podkapitalizování) způsobuje v chodu firmy poruchy, platební neschopnost a zadlužování (Vilímová, 2001). K podkapitalizování dochází často v době expanze podniku, kdy podnik rozšiřuje výrobu, a podniku rostou aktiva, která nejsou kryta finančními zdroji. To způsobí, že se podnik zadlužuje u svých dodavatelů a krátkodobým cizím kapitálem je kryt i dlouhodobý majetek. Obvyklým ukazatelem může být poměr dlouhodobého majetku (stálých aktiv) a dlouhodobých zdrojů. Je-li hodnota větší než 1, jsou stálá aktiva kryta i krátkodobými závazky a podnik je podkapitalizován (Synek, 2011).

2.2 Vlastní kapitál

Z dlouhodobého hlediska je vlastní kapitál trvalým zdrojem financování podniku, hlavním nositelem podnikatelského rizika a také je ukazatelem finanční jistoty. Výše vlastního kapitálu se mění v závislosti na dosažených výsledcích hospodaření (Vilímová, 2001). Podnik považuje prostředky vložené vlastníky do podniku za jejich nárok, který

bude uspokojen v budoucnosti. Vlastní kapitál podniku tvoří základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku a nerozdělený zisk. Základní kapitál tvoří peněžité i nepeněžité vklady společníků do společnosti. Kapitálové fondy jsou vytvářeny z kapitálových vkladů (dary, dotace) a nezvyšují základní kapitál společnosti (Sedláček, 2011). Podle nového Občanského zákoníku jsou fondy ze zisku tvořeny dobrovolně, podmínky jejich tvorby neurčuje legislativní rámec, ale společenská smlouva obchodní korporace. Nerozdělený zisk je ta část zisku po odečtení daní, která slouží k dalšímu podnikání, nerozděluje se mezi majitele společnosti a připisuje se na účet rezervních fondů. Zisk nemusí představovat pouze hotové peníze, peníze na účtech a nemusí být k dispozici pro žádné platby. Může se stát, že se podnik, který má vysokou část nerozděleného zisku a nemá k dispozici volné peněžní prostředky, může dostat do platebních potíží. Toto platí i pro zisk běžného účetního období, který je součástí vlastního kapitálu podniku. Vlastní kapitál snižuje ztráta z běžného účetního období a neuhrazená ztráta z minulých let (Synek, 2011).

2.3 Cizí kapitál

Cizí kapitál je dluh podniku, který musí podnik v určité době splatit. Představuje závazky vůči věřitelům, nikoliv vlastníkům společnosti. Podnik musí za cizí kapitál platit úroky a výdaje spojené s jeho získáním (provize, bankovní poplatky). Cizím kapitálem jsou rezervy, dlouhodobé a krátkodobé závazky, bankovní úvěry. Rezervy může podnik vytvářet za určitým účelem (na opravy, kurzové ztráty) nebo mají charakter obecný, např. na riziko ze ztráty podnikání (Sedláček, 2011). Za krátkodobý cizí kapitál se považují závazky podniku splatné do jednoho roku a jsou to zejména krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, zálohy přijaté od odběratelů, půjčky dosud nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně, výdaje příštích období aj. Dlouhodobý cizí kapitál je tvořen dlouhodobými bankovními úvěry (hypoteční úvěry), termínovanými půjčkami, vydanými podnikovými obligacemi, leasingovými dluhy a jinými dlouhodobými závazky (Synek, 2011).

Cizí kapitál není poskytován zadarmo, nákladem za použití cizího kapitálu je úrok a výdaje spojené s jeho získáním (bankovní poplatky, provize). Všeobecně platí, že je cizí kapitál levnější než vlastní kapitál a krátkodobý kapitál je levnější než dlouhodobý kapitál. Hlavních důvodů pro použití cizího kapitálu může být několik. Například že, podnikatel nedisponuje kapitálem nutným k založení podniku a jeho provozu, nedisponuje kapitálem v době, kdy ho potřebuje (např. při nákupu strojů). Úrok z cizího kapitálu snižuje

daňové zatížení podniku, a protože je úrok součástí nákladů, snižuje zisk, ze kterého se platí daň a to způsobuje daňový efekt. Daňový štít (efekt) působí pouze tehdy, dosahuje-li podnik zisku (Synek, 2011).

Využitím cizího kapitálu vznikají i určitá rizika, která je nutno zohlednit. Hlavní skutečností je, že cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje finanční stabilitu, při které roste nebezpečí bankrotu. Každý dluh je dražší a obtížnější získat, protože potenciální věřitelé se o svůj kapitál v případě likvidace obávají. Poměr vlastního a cizího kapitálu je u jednotlivých podniků různý. Poměr závisí zejména na odvětví, ve kterém se podnik nachází. U průmyslových podniků převládá vlastní kapitál, u obchodních společností je poměr vlastního a cizího kapitálu vyrovnaný a u peněžních podniků převládá cizí kapitál. Poměr vlastního a cizího kapitálu závisí také na struktuře majetku (čím má podnik vyšší podíl dlouhodobého majetku, tím má vyšší podíl vlastního kapitálu, resp. dlouhodobého cizího kapitálu), na subjektivním postoji manažerů, na úrokové míře bank (úroková míra závisí na vládní politice), na výnosnosti podniku (čím je podnik výnosnější, tím si může dovolit vyšší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru), na stabilitě tržeb a zisku (podniky s rostoucím ziskem si mohou dovolit vyšší zadlužení) (Synek, 2011).

..., Použití cizího kapitálu v případě, že podnik vydělává více, než jej stojí úroky z vypůjčeného kapitálu, působí jako páka, kterou management podniku zvedá výnosnost vlastního kapitálu“. Toto působení se nazývá finanční páka (Synek, 2011).

2.4 Optimální kapitálová struktura

Podle tradičního pojetí, které většinou převládá, se za optimální kapitálovou strukturu pokládá takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Je-li kapitálová struktura podniku optimální, tak tržní hodnota firmy dosahuje svého maxima. Tržní hodnota firmy se zvyšuje, snižují-li se průměrné náklady kapitálu a za předpokladu, že očekávaný výnos bude konstantní. Křivkou průměrných nákladů je „U“ křivka, která má při určitém podílu dluhu na celkovém kapitálu své minimum v určitém bodě. Vývoj nákladů dluhů, nákladů vlastního kapitálu a průměrných nákladů vychází z následujících úvah:

- náklady dluhu jsou menší než náklady vlastního kapitálu, protože věřitelé podstupují nižší riziko než akcionáři a požadují nižší výnos. Působí zde daňový štít a úroky z cizího kapitálu snižují základ daně,

- náklady dluhu s růstem zadlužení rostou, protože věřitelé podstupují vyšší riziko a požadují vyšší úrok. Od určitého bodu zadlužení mohou vzniknout náklady finanční tísně (v souvislosti s finančními problémy podniku), které vytlačí náklady dluhu a tím průměrné náklady kapitálu vytlačí nahoru,
- s rostoucí zadlužeností rostou náklady dluhu, ale i náklady vlastního kapitálu. Majitelé akcií začínají pociťovat při vyšším zadlužení vyšší riziko a zvyšují požadavky na výnosnost akcií. Tím rostou nejen náklady vlastního kapitálu ale i průměrné náklady kapitálu (Valach, 2010).

Při pokusech uplatňování teorie optimální kapitálové struktury jsou zde dva problémy. Prvním důvodem je obtížné zjišťování průměrných nákladů kapitálu, zejména nákladů vlastního kapitálu a na základě toho určení optimálního poměru dluhu a vlastního kapitálu. Obtížně se získávají informace o tržních cenách akcií. Druhý problém spočívá v zohlednění i jiných faktorů než pouze nákladů kapitálu, jako například v zohlednění ve velikosti a stabilitě realizovaného zisku podniku, majetkové struktury podniku, odvětvových standardech, požadavků věřitelů, postojů manažerů k riziku, snaze a udržení kontroly nad činností podniku (Valach, 2010).

2.5 Teorie optimalizace kapitálové struktury

V této kapitále budou popsány následující teorie: Duranova teorie, teorie kapitálové struktury MM I, teorie kapitálové struktury MM II, kompromisní teorie kapitálové struktury, teorie hierarchického pořádku, teorie kapitálové struktury Brealeyho – Myerse a bod indiference kapitálové struktury.

2.5.1 Duranova teorie

Duranovy studie a články byly prvním pokusem o zachycení vlivu zadlužení na náklady kapitálu a tržní hodnotu firmy. Tyto články vyústily v tradiční charakteristiku nákladů kapitálu. Podle této teorie by zapojení dluhu do kapitálové struktury podniku vedlo ke snížení průměrných nákladů kapitálu pouze do určité výše dluhu a tržní hodnota by rostla. Při překročení této výše začnou průměrné náklady kapitálu stoupat a tržní hodnota firmy bude klesat. Duranova teorie se neopírala o výraznější teoretické a matematické zdůvodnění (Valach, 2010).

2.5.2 Teorie Millera a Modiglianiho

Tento model vznikl v roce 1958 a v té době šlo o teorii, která vycházela z restriktivních předpokladů, které byly základem správného fungování vztahu mezi hodnotou akcií podniku a finanční pákou (Růčková, Roubíčková, 2012).

Rozhodující vliv na optimální kapitálovou strukturu měli Modigliani a Miller, kteří přišli s rozdílným závěrem, že za určitých podmínek jsou náklady kapitálu nezávislé na kapitálové struktuře. Jejich tvrzení bylo označováno za tvrzení MM I. Při tomto tvrzení Modigliani a Miller předpokládali, že existuje dokonale kapitálový trh, neexistuje zdanění zisku, neexistují náklady úpadku a všichni investoři očekávají stejnou výši zisku před zdaněním a úroky (Valach, 2010). Toto tvrzení stojí na skutečnosti, že pokud by svět fungoval bez daní, tak zadlužením by nebylo možné získat žádnou finanční výhodu (Růčková, Roubíčková, 2012). Závěrem teorie MM I je, že s rostoucím zadlužením se náklady dluhu nemění, náklady vlastního kapitálu rostou a průměrné náklady kapitálu se nemění. Pokud se průměrné náklady nemění, nemůže se měnit ani tržní hodnota firmy (VALACH, 2010). Tržní hodnota podniku se odvozuje od míry očekávaného zisku na akcii (Růčková, Roubíčková, 2012).

Řada teoretiků tvrzení MM I neakceptovala, protože průměrné náklady kapitálu nebraly v úvahu dva podstatné faktory a to daň ze zisku a náklady finanční tísně. Miller a Modigliani později uznali vliv daní ze zisku na kapitálovou strukturu za podstatný a tak své tvrzení MM I upravili na tvrzení MM II: průměrné náklady kapitálu klesají v důsledku úrokového daňového štítu se stupněm zadlužení a tržní hodnota firmy roste. Úroky z dluhu na podnik nepůsobí v plné výši, ale ve výši snížené o vliv daně. Pro podnik by bylo vhodné využívat co nejvyšší podíl cizího kapitálu (Valach, 2010).

I přesto, že vyšší podíl dluhu ve vztahu k vlastnímu kapitálu snižují průměrné náklady kapitálu, tak by se podnik měl orientovat na maximální dluh ve vztahu k vlastnímu kapitálu. Působí zde faktory, které ovlivňují optimální kapitálovou strukturu. Významným faktorem jsou náklady finanční tísně. Náklady finanční tísně zvyšují finanční riziko a od určité míry zvyšují zadlužení nákladů dluhu, protože úspory, které vznikly z úrokového daňového štítu, jsou pohlceny náklady finanční tísně. Tím, že rostou náklady dluhu, začínou průměrné náklady kapitálu od určitého bodu růst a tržní hodnota firmy bude klesat. Nyní se teorie optimální kapitálové struktury dostává k „U“ křivce průměrných nákladů.

Tato etapa, která vedle úrokového daňového štítu do vývoje průměrných nákladů zahrnuje náklady finanční tísně, teoreticky zdůvodnila „U“ křivku průměrných nákladů jako východisko pro optimální kapitálovou strukturu (Valach, 2010).

Ve světě bez daní, bez nákladů na likvidaci a v prostředí dokonale efektivních kapitálových trhů Miller a Modigliani dokázali, že kapitálová struktura nemá vliv na hodnotu podniku a tak nelze určit ani optimální kapitálovou strukturu podniku. Když Miller a Modigliani zahrnuli do analýzy zdanění společnosti, zjistili, že se optimální kapitálová struktura skládá téměř z dluhu. Dodnes tento model patří k nejvýznamnějším teoriím v oblasti optimální kapitálové struktury (Růčková, Roubíčková, 2012).

2.5.3 Kompromisní teorie

Vedle klasických teorií optimální kapitálové struktury existují i další přístupy a jiné názory na optimalizaci kapitálové struktury. Nejbližší klasické teorii je kompromisní teorie. Kompromisní teorie rozumí volbu kapitálové struktury kompromisem mezi náklady finanční tísně a úrokovým daňovým štítem. Úrokový daňový štít do určité míry zadlužení snižuje průměrné náklady kapitálu, zatímco náklady finanční tísně průměrné náklady kapitálu zvyšují. Za optimální je považována taková struktura kapitálu, při níž daňový štít převyšuje náklady finanční tísně. Firmy, které mají vyšší a stabilní zisky si mohou dovolit vyšší podíl dluhu na celkovém kapitálu, než firmy s nízkým kolísajícím ziskem (Valach, 2010).

2.5.4 Teorie hierarchického pořádku

Mezi další, zcela odchylný přístup, je považována teorie hierarchického pořádku. Tato teorie nezkoumá kapitálovou strukturu z hlediska nákladů kapitálu, ale spíše na základě empirického výzkumu zobecňuje rozhodování a chování firem v oblasti kapitálové struktury. Teorie hierarchického pořádku předpokládá stabilní dividendovou politiku. Kapitálová struktura se podřizuje zachovat míru dividend a ta se průběžně upravuje podle toho, jaké jsou výkyvy v dosahovaném zisku. Podnik financuje své dlouhodobé potřeby podle této teorie v určitém pořadí: financování interními zdroji, financování dlouhodobým úvěrem a financování pomocí emise akcií. Při financování dlouhodobých potřeb je pro podnik nejjednodušší (nikoliv nejlacinější) použít zadržený zisk, protože se firma nedostává do kontaktu s externími investory a tyto interní zdroje nevyvolávají např. emisní náklady, které jsou spojeny s použitím externích zdrojů (obligace, úvěry). Za nejméně výhodný

způsob získání kapitálu je považována emise akcií, která vyvolává např. emisní náklady, nepříznivý dojem na veřejnost a tlak na snížení stávajících cen akcií. Tato teorie se snaží minimalizovat emisní náklady a vyhnout se nepříznivým důsledkům, které emise akcií přináší (Valach, 2010).

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

Podle Brealeyho a Myerse neexistuje jediná teorie, která by vysvětlila vše, co ovlivňuje rozhodování společností při volbě dluhu nebo akciového kapitálu. Existuje mnoho teorií, které jsou více či méně vhodné v závislosti na aktivech a provozech jednotlivých společností. Většina hodnoty přichází z firemního provozu, aktiv a růstových příležitostí firmy (Brealey, Myers, 2008). Finanční rozhodnutí v praxi závisí na relativní důležitosti faktorů a je potřebné respektovat čtyři rozhodující faktory a to: daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost (Režňáková, 2012).

V některých případech je hlavním cílem snížení daní. Leasingové společnosti mají obrovské dluhové poměry. S vysokými poměry se lze setkat i v sektoru developmentu komerčních nemovitostí (Brealey, Myers, 2008).

Riziko zvyšuje požadovaný výnos věřitelů i vlastníků. Nachází-li se podnik v oboru, kde je vysoké riziko, neměl by se zadlužovat. Disponuje-li podnik převážně nehmotným majetkem, nebo majetkem s nízkou likviditou, neměl by si příliš vypůjčovat. Empirické studie tohoto tvrzení prokazují, že podniky, které se zabývají výzkumem a vývojem, mají nízkou míru zadluženosti, např. farmaceutické společnosti (Režňáková, 2012).

Finanční volnost vychází z poznatku, že tržní hodnota podniku závisí na investičních rozhodnutích (výběru vhodného investičního projektu) než na struktuře financování. Manažeři podniku by proto měli usilovat o dostatek zdrojů pro investiční příležitosti, které mohou nastat. Nejrychleji dostupné zdroje jsou interní zdroje financování (Režňáková, 2012). Finanční rezerva je více důležitá pro malé, růstové společnosti. Ziskové růstové příležitosti jsou důležité a cenné pouze tehdy, když je financování k dispozici v době, kdy je potřebné (Brealey, Myers, 2008).

2.5.6 Bod indiference kapitálové struktury

Podle Režňákové (2007) „*bod indiference kapitálové struktury představuje takovou úroveň zisku před úroky a zdaněním, při které je rentabilita vlastního kapitálu stejná při použití dluhu i vlastního kapitálu*“. Je-li výše zisku vyšší než bod indiference, je financování cizím kapitálem výhodnější a naopak při nižší úrovni zisku než je bod indiference, je výhodnější financování pomocí vlastního kapitálu. Výhodnost dluhového financování se projevuje až od určité výše zisku. Podniky, které vykazují vysoký stabilní zisk, si mohou připustit vyšší míru zadlužení než podniky s nízkou mírou tvorby zisku. Mezi faktory, které ovlivňují strukturu zdrojů financování patří zejména: požadavky věřitelů, postoje manažerů k riziku, snaha o udržení kontroly nad činností podniku (Režňáková, 2007). Úroveň zisku, která je určena bodem indiference kapitálové struktury, je důležitá pro rozhodování o konkrétní kapitálové struktuře (Marinič, 2014).

V praxi je nutné stanovit nejen bod indiference, ale i maximální výši nákladů na dluh, tedy akceptovatelnou výši takové úrokové míry, aby bylo pro podnik přijetí dluhu rentabilní a aby pomocí finanční páky při dané kapitálové struktuře došlo ke zhodnocení vlastního kapitálu (Marinič, 2014).

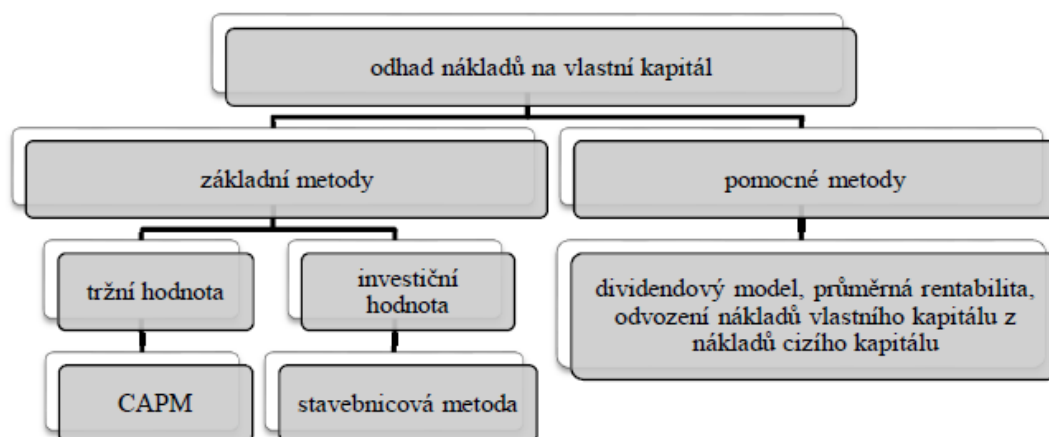
3 Náklady na kapitál

3.1 Náklady na vlastní kapitál

Pojem náklady na vlastní kapitál u nás není zcela obvyklý. Většina podniků se chová tak, jako by vlastní kapitál byl zcela zadarmo. Je to pochopitelné, pokud uvažíme, že vyjma dividend se u nás za vlastní kapitál nic neplatí. Vlastní kapitál ovšem není poskytován zadarmo. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů, které lze odvodit z možného alternativního výnosu s přihlédnutím rizika. Problém však nastává v oblasti ocenění, kolik vlastní kapitál stojí. Evropský způsob stanovení nákladů na vlastní kapitál spočíval spíše na odhadech, kdežto v anglosaských zemích se uplatnil princip, který se opírá o teorii kapitálového trhu (Mařík, 2004).

Náklady vlastního kapitálu lze stanovit pomocí celé řady modelů. Praxe ukazuje, že nejvíce rozšířeným modelem kalkulace nákladů na vlastní kapitál je model oceňování kapitálových aktiv, model CAPM. Náklady na vlastní kapitál lze stanovit také pomocí modelu arbitrážního, stavebnicového, dividendového, aj. (Kislingerová, 2005).

Obrázek 1: Metody pro odhad nákladů na vlastní kapitál



Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

3.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv

Model ocenění kapitálových aktiv (CAPM) se týká rizika a návratnosti jednotlivých aktiv na trhu. Model CAPM zahrnuje všechny druhy aktiv, ale nejvíce je aplikován na kmenové akcie (Block, Hirt, 1992). Model definuje náklady na vlastní kapitál jako součet bezrizikové výnosové míry a individuální prémie za riziko (Kislingerová, 2005).

Tímto modelem je možné odhadnout výnos všech aktiv na kapitálovém trhu. Mezi výnosem aktiva a rizikem, které je měřeno koeficientem beta, platí lineární vztah (Jindřichová, 2013).

Model CAPM závisí na řadě určitých předpokladů. Jedním z důležitých předpokladů je úsilí investora o maximalizaci svého majetku na konci období. Mezi další předpoklad lze zahrnout transparentnost trhu. Všichni investoři mají k dispozici bezúplatně všechny informace. Pro půjčky i výpůjčky je k dispozici při stejné úrokové míře neomezené množství zdrojů, pomíjí se vliv daní, nejsou zde žádné náklady na uskutečnění tržních transakcí a investoři očekávají stejný vývoj do budoucna (Mařík, 2004).

3.1.1.1 Bezriziková úroková míra

Dluhem se podle bezrizikovosti rozumí skutečnost, že dluh bude vyrovnán podle určitých dohodnutých podmínek, tzn., dluh bude vyrovnán ve správné výši a včas, nejsou zde žádná rizika, která plynou z měnících se kurzů měn a úrokových sazeb a není zde žádné riziko, které plyne z toho, že by nebylo jisté, s jakou výnosností bude věřitel moci reinvestovat získané sumy úroků. Pojem absolutní bezrizikovost neexistuje, lze pouze

usilovat o to, že budou vyhledávána taková aktiva, která budou spojena s minimálním rizikem (Mařík, Maříková, 2007).

Obecně lze říci, že neexistují žádná aktiva, jejichž výnosnost by nebyla zatížena rizikem (Mařík, 2004). Za dlouhodobě málo rizikový instrument se obvykle považují státní dluhopisy. Problémem dluhopisů ale je omezená doba splatnosti a dluhopisy nejsou zcela bezrizikové, protože poskytují kupónové platby (pravidelně vyplácené úroky). Jako možné řešení by bylo použití státních dluhopisů s nulovým kupónem (Mařík, Maříková, 2007). Při oceňování podniku se doporučuje použití aktiv s takovou délkou životnosti, která se přibližuje životnosti podnikových aktiv. V České republice je to výnosnost státních dluhopisů s dobou splatnosti, která se přibližuje deseti letům. Spolehlivější data však poskytuje průměr za více dluhopisů (Mařík, 2004).

Pro stanovení konkrétního postupu určení bezrizikové výnosnosti je třeba si uvědomit, k jakému časovému období se výnosnost vztahuje. Dle výnosového oceňování by vždy mělo jít o prognózu budoucí výnosnosti. Základními přístupy odvození bezrizikové výnosnosti jsou: prognóza bezrizikové výnosnosti na základě minulých výnosností státních dluhopisů a prognóza bezrizikové výnosnosti na základě přímého pohledu do budoucna (Mařík, Maříková, 2007).

3.1.1.2 Riziková prémie trhu

Vkládá-li investor kapitál do investic, které jsou rizikovější než investice bezrizikové, požaduje rizikovou prémii. Riziková prémie představuje rozdíl mezi požadovanou výnosností investora a výnosností bezrizikových investic (Valach, 2006). Směrodatná odchylka je měřítkem rizikovosti tržního portfolia. Odhad budoucí prémie se odvodí z minulých hodnot, které byly dosaženy na kapitálových trzích, a lze předvídat, že minulost bude přiměřeným odhadem pro budoucnost. Postup využívaný v praxi je následující: na kapitálovém trhu se zjistí dlouhodobá úroveň výnosnosti akcií, vypočítá se průměrná úroveň výnosnosti dlouhodobějších státních dluhopisů a z rozdílu těchto hodnot se zjistí riziková prémii. S tímto postupem jsou spojeny jisté problémy a to především jaké období zvolit pro výpočet, jak se vypočítá průměrná hodnota výnosnosti a zda použít hodnoty z místního nebo jiného kapitálového trhu (Mařík, 2011).

Stabilnější výsledky lze získat použitím delšího minulého období, protože v dlouhém období budou obsaženy každé pravděpodobné odchylky na kapitálových trzích a průměr

tedy nebude ovlivněn pouze specifickými výkyvy určitého typu. Do výpočtu se ale promítnou i výsledky, které již nemusí být pro budoucnost závažné. Druhý problém spočívá v tom, zda průměrnou výnosnost počítat pomocí aritmetického nebo geometrického průměru. Mírnou převahu mají zastánci geometrického průměru. Rizikové prémie trhu počítané pomocí aritmetického průměru jsou ale znatelně větší než prémie vypočtené pomocí geometrického průměru. Spor mezi volbou aritmetického a geometrického průměru nemá jednoznačné řešení, záleží spíše na dohodě. Posledním problémem je, jaká data použít jako základ pro výpočet rizikové prémie, zda národní či jiná. Je-li oceněn podnik obchodovaný na americkém kapitálovém trhu, tak se v modelu použijí data o výnosnostech akciového indexu a státních dluhopisů z amerického trhu. Bude-li podnik oceněn z jiné země než z USA, je situace složitější. Nejvhodnější výpočet by byl na základě údajů z národního kapitálového trhu dané země. S tím souvisí řada problémů spojených s dlouhodobostí, funkčností a rozsahem národních akciových trhů (Mařík, 2011). (Mařík, Maříková, 2007) ve své publikaci uvádí, že: „*dnes se postupně prosazuje názor, že u zemí, které nemají vysoce rozvinutý kapitálový trh, je lepší cestou prémie vypočítat buď z dat světového, nebo ještě lépe amerického kapitálového trhu, který tvoří jeho rozhodující část, a tyto prémie vhodně přizpůsobit podmínkám trhů národních*“.

3.1.1.3 Odhad koeficientu beta

Koeficient beta udává pravděpodobnou změnu výnosu akcie v závislosti na změně výnosů všech akcií na kapitálovém trhu, jako celku. Říká tedy, s jakou intenzitou se změní výnosnost konkrétní akcie při pohybu trhu o procento (VALACH, 2010).

Koeficient beta lze odhadnout třemi způsoby a to na základě minulého vývoje (historický koeficient beta), metodou analogie a na základě analýzy působících faktorů (Mařík, Maříková, 2007).

a) Historický koeficient beta

Jedná se o statistické vyhodnocení skutečných minulých výnosností akcií obchodovaných na trhu v porovnání se skutečnými minulými výnosnostmi akciového indexu. Tento postup lze použít u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu (MAŘÍK, 2011). Pro použití tohoto postupu musíme určit:

- Za jak dlouhé období koeficient beta počítat? V USA se používá období 2 až 5 let. Delší období umožní použít více dat a starší data ztrácejí na významu.
- Za jaké období vyčíslit výnosy? Možný interval je od jednoho dne do jednoho roku, avšak praxe se orientuje na týdenní či měsíční výnosy.
- Jak vyčíslit výnos trhu? Zde jsou otázky, do jaké míry je možné do výnosu trhu zahrnout i výnosy z dividend a jaký index akciového trhu zvolit. V USA se používá např. S&P 500, index NYSE, v Německu je to např. DAX (Mařík, 2011).

Za spolehlivě propočtený ukazatel beta lze stále považovat pouze britský koeficient beta a koeficient beta z kapitálového trhu Německa a USA, ostatním lze pouze přisoudit orientační význam (Mařík, 2011).

b) Metoda analogie

Myšlenkou tohoto postupu je využití koeficientu podobného podniku a z něj pomocí analogie odvodit beta pro podnik, u kterého koeficient neznáme (Mařík, 2011). Při hledání srovnatelných podniků je třeba se vypořádat s vlivem případných odlišností v obchodním riziku a s odlišnostmi ve finančním riziku, které závisejí na kapitálové struktuře. Vliv případných rozdílností v obchodním riziku se do koeficientu beta promítá expertním odhadem (Mařík, Maříková, 2007). U finančního rizika se koeficient beta přepočítává na zadlužení oceňovaného podniku pomocí funkce pro přepočet mezi zadluženou a nezadluženou betou (Mařík, 2011).

Možností uvedeného postupu je místo koeficientu beta podobného podniku použít průměrné údaje o betě za určité odvětví nebo obor. Výhodou je větší spolehlivost. Průměrné koeficienty jsou zveřejňovány jako zadlužené nebo nezadlužené. Bylo by vhodné tyto koeficienty přepočítat na konkrétní kapitálovou strukturu oceňovaného podniku (Mařík, Maříková, 2007). Pro volbu koeficientu beta je vhodné zvolit data trhu, ke kterému je posuzované odvětví nejbližší. Mezi rozvíjející se trhy jsou uváděny země východní Evropy včetně České republiky (Mařík, 2011).

c) Odhad koeficientu beta na základě analýzy faktorů

Jedná se o metodu, která se prosazuje v praxi západních firem. Základní struktura modelu CAPM se formálně zachová, avšak koeficienty beta se prognózují bez propočtu jejich historických hodnot. Tento postup lze použít pro nezávislou betu, pro expertní úpravu historických beta a pro úpravu beta v rámci metody analogie (Mařík, Maříková, 2007).

Na koeficient beta mají rozhodující vliv tyto faktory: oblast podnikání, provozní páka a finanční páka, avšak největší vliv na koeficient beta má trh a jeho podmínky, za kterých firma podniká. Cyklické firmy mají větší koeficient beta než firmy necyklické (potravinářský podnik bude mít nižší koeficient beta než podniky ve stavebnictví). Firmy, které vyrábějí zbytnější produkty, mají větší koeficient beta než firmy, které produkují výrobky pro každodenní potřebu (počítačové firmy, které vyrábějí počítačové hry, budou mít větší koeficient beta než firma, která vyrábí počítačové programy). Je-li hodnota podniku dána především budoucím růstem, tak bude mít takový podnik větší koeficient beta než podnik, kde je podíl růstových příležitostí na celkové hodnotě firmy nízký (Mařík, Maříková, 2007).

Tato metoda je v praxi často využívána a doporučována, avšak vyžaduje zkušeného analytika. Odhady je nutné porovnat s výsledky jiných postupů. V našich podmínkách je vhodné tuto metodu kombinovat s metodou analogie (Mařík, 2011).

3.1.2 Arbitrážní modely (APT)

Kvůli nedostatku modelu CAPM byl vyvinut jiný testovací model – arbitrážní cenová teorie. Model APT vyvinul Stephen Ross a je modelem, který spíše konkuruje modelu CAPM (Levy, Sarnat, 1999). Očekávaný výnos akcionáře závisí na riziku, které vzniká z obecných ekonomických vlivů. V modelu CAPM je prémie za riziko závislá na jediném faktoru, kterým je beta. U teorie APT prémie závisí na více makroekonomických faktorech a je náročnější na vstupní informace. Tato teorie dobře vysvětluje očekávané výnosy a to za předpokladu, že lze identifikovat omezený počet makroekonomických faktorů. Prémii za očekávané riziko lze měřit pro jednotlivé faktory a lze měřit citlivost každé akcie na jednotlivé faktory (Kislingerová, 2001).

Základní myšlenkou modelu APT je, že investoři mohou vytvořit portfolio s nulovým koeficientem beta s nulovou čistou investicí. Přináší-li portfolio s nulovým koeficientem beta vytvořené s nulovou investicí nenulový kladný výnos, lze realizovat zisk pomocí

arbitráže. Model APT lze testovat pomocí empirických testů. Empirické testy až doposud přinášely protichůdné výsledky (Levy, Sarnat, 1999).

3.1.3 Stavebnicový model

Stavebnicová metoda je typicky přístupem německým, jejímž rysem je důslednost. Tato metoda je založena na snaze o co nejširší zachycení jednotlivých rizikových faktorů. Někdy bývá označována jako komplexní stavebnicová metoda (Vochozka, 2012).

Postup stanovení nákladů na vlastní kapitál je podobný jako u většiny metod kalkulace diskontní míry. V tomto případě se pojem stavebnicové metody používá jako technický termín pro metody, které celkovou rizikovou přírážku stanovují součtem dílčích rizikových přírážek a obvykle se skládají z následujících kroků:

- charakteristika hlavních rizikových faktorů,
- ověření možnosti jejich kvantifikace,
- formalizace vztahů mezi velikostí jednotlivých faktorů a velikostí rizikové přírážky (Mařík, 2011).

Existuje velké množství variant stavebnicových metod. Nejjednodušší metoda je v praxi nejvíce používaná. Riziková přírážka bude součtem obchodního a finančního rizika. Ovšem v případě odhadnutí dílčí rizikové premie přímo za obchodní či finanční riziko je poměrně těžké a hrozí nebezpečí chyby. Proto je nutné hledat ideálnější metody (Mařík, 2011).

Komplexní stavebnicovou metodu lze chápat jako snahu o co nejúplnější podchycení všech dílčích rizik, která by byla vhodná promítnout do diskontní míry (Mařík, Maříková, 2007).

Stavebnicová metoda je metodou, která se snaží postihnout úplné riziko, systematické i specifické. Jsou-li výběr, hodnocení a kvantifikace rizika založeny pouze na subjektivním hodnocení, pak je výsledkem pouze subjektivní ocenění rizika, nikoliv tržní ocenění. Stavebnicová metoda je tedy nástrojem netržního oceňování podniku.

Postup při aplikaci komplexní stavebnicové metody spočívá v následujících krocích:

- vymezení konkrétních faktorů rizika, které jsou podstatné pro podnik,
- ohodnocení stupně rizika pro konkrétní faktory,

- transformace vymezeného stupně rizika na rizikovou přírážku (Mařík, 2011).

3.1.3.1 Vymezení faktorů rizika

Faktory rozdělujeme na faktory obchodního rizika a faktory finančního rizika. Pro tvorbu základu kalkulace obchodního rizika je nutné vymezit vlivy, které mohou mít vliv na kolísání a tím na předvídatelnost provozního výsledku hospodaření (Mařík, 2011). Volatilita a předvídatelnost tržeb závisí: na dynamice a volatilitě vývoje v oboru podnikání a příslušného trhu, na kterém je podnik činný, na intenzitě konkurence, na konkurenční síle, na úrovni managementu, na jeho předvídatelnosti, nahraditelnosti, na rozsahu možných výrobních problémů a na dalších faktorech, které ovlivňují ziskovou marži (např. podíl provozních fixních nákladů na celkových provozních nákladech). Druhou rizikovou složkou jsou rizika, která plynou z financování. Jedná se o kolísání peněžních toků v důsledku pevných závazků, které plynou z financování podniku, především nákladových úroků (Mařík, Maříková, 2007).

3.1.3.2 Ohodnocení stupně rizika

Pro vybrané rizikové faktory, které jsou součástí hodnocení, je nutné stanovení stupnice pro hodnocení výše rizika. Vhodná je stupnice, která má čtyři možné úrovně rizika – riziko nízké, přiměřené, zvýšené a vysoké. V rámci jednotlivých faktorů rizika je pak určena škála situací ve vazbě na počet stupňů rizika (Mařík, Maříková, 2007).

3.1.3.3 Transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku

Kalkulace rizika je založena na pořadovém měření rizika. Máme-li k dispozici např. 4 stupně na stupnici rizika, tak nulou se rozumí nulové riziko a čtyřkou vysoké riziko. U běžného podnikání může být riziko minimálně 1, protože 0 by odpovídala investicím do státních dluhopisů. Předpokladem je určitý funkční vztah mezi intenzitou rizika vyjádřenou veličinou X . Riziková přírážka roste spolu s rostoucím rizikem (nikoli lineárně), tzn., že požadovaný výnos investora roste rychleji než riziko. Praxe prokazuje, že investoři mají obecně averzi k riziku. Vlastní kalkulace rizikové přírážky a nákladů na vlastní kapitál je vyjádřena jako násobek bezrizikové úrokové míry. Dolní hranicí nákladů vlastního kapitálu je bezriziková výnosová míra a horní hranice je zvolena, přičemž lze zvolit maximální rizikovou přírážku nebo maximální náklady vlastního kapitálu, které platí při

nejvyšším stupni rizika. Pro případ zvoleného typu funkce a hraničních parametrů se počítají rizikové přírážky pro jednotlivé stupně rizika a vypočítají se dílčí rizikové přírážky pro každý faktor ze zvoleného souboru rizikových faktorů. Součet všech dílčích rizikových přírážek tvoří celkovou rizikovou přírážku. U tohoto postupu jsou váhy jednotlivých skupin rizikových faktorů (provozního a finančního rizika) ovlivněny prostým počtem dílčích faktorů, které jsou hodnoceny. Při sestavování souboru lze předem přiřadit váhu jednotlivým faktorům. Lze se tak vyhnout závislosti výsledků na počtu zkoumaných faktorů v jednotlivých skupinách. Důležité je ovšem stanovit poměr mezi finančním a provozním rizikem. Někdy ale může být užitečné přiřadit různé váhy jednotlivým dílčím faktorům. Pro konkrétní podnik nemusejí být všechny významné. Stanoví-li se váhy, tak se ve všech propočtech bude místo prostého počtu faktorů používat počet vážený (Mařík, 2011).

Výhodou použitelnosti komplexní stavebnicové metody je identifikace dílčích faktorů působících na riziko. Je snazší uspořádat řadu malých zdůvodněných přírážek než provést přímý odhad, například pouze dvou přírážek za obchodní a finanční riziko. Při porovnání výsledků stavebnicové metody a výsledků podle metody CAMP je nutné přihlídnout k tomu, že by diskontní míra podle stavebnicové metody měla být větší než u modelu CAMP o rozdíl, který tvoří nesystematické riziko (Mařík, Maříková, 2007).

3.1.4 Ostatní přístupy odhadů nákladů vlastního kapitálu

Pro úplnost lze zmínit další způsoby odhadů nákladů vlastního kapitálu a to: dividendový model, určení diskontní míry na základě průměrné rentability a odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu. Tyto přístupy ovšem mají pouze omezený význam (Mařík, Maříková, 2007).

Dividendový model je používán pro oceňování akcií a je založen na představě, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které lze z této akcie očekávat. Příjem z akcie je dán očekávanými dividendami v jednotlivých letech a prodejní cenou akcie za určitý počet let. Drží-li se akcie dlouho, prodejní cena se posune za zvažovaný časový horizont a její současná hodnota bude na minimu. Při nekonečné době držení je hodnota akcie určena pouze současnou hodnotou očekávaných dividend. Očekávaná výnosnost akcií, která odpovídá nákladům na vlastní kapitál, může být určena, pokud známe aktuální tržní cenu akcie a odhadneme-li dividendový výnos pro další rok a tempo růstu pro další

rok. Dividendový model předpokládá stabilní tempo růstu dividend a toto tempo je třeba odhadnout s dostatečnou přesností. Ovšem u tak malé reziduální veličiny je přesnější odhad téměř nemožný. Model je závislý na stanovení plánované výše dividendového podílu, která může být určena různými faktory. Pro odhadnutí nákladů vlastního kapitálu je nutné pro dividendovou výnosnost znát tržní hodnotu jeho akcií. U společností, které nevyplácejí žádnou dividendu, není model použitelný. Dividendový model se v evropských podmínkách prakticky nevyužívá (Mařík, Maříková, 2007).

Další možností určení nákladů na vlastní kapitál je použití dat o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Jde o způsob, který se využívá v USA a v Evropě. Výhodou tohoto způsobu je, že údaje o rentabilitě jsou dostupnější než jiné údaje. Nevýhodou je však regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpuštění tichých rezerv. Jestliže lze předvídat větší rozdíly mezi tržní a účetní hodnotou kapitálu, pak by bylo žádoucí, mít k dispozici údaje nikoliv o účetní rentabilitě, ale o tržní rentabilitě. Rentabilita, kterou podnik v současnosti produkuje, nemusí odpovídat požadavkům investorů. Podnik může dosahovat nižší rentability, než by odpovídalo jeho rizikovosti. Lze ale očekávat, že by se rentabilita mohla v budoucnu zvyšovat, nebo že podnik časem zanikne (Mařík, Maříková, 2007).

Poslední zmiňovanou možností jak určit náklady na vlastní kapitál je odvodit je z nákladů cizího kapitálu. Všeobecně jsou náklady na vlastní kapitál z povahy větší než náklady na cizí kapitál. Důvodem je fakt, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje vyšší výnos. Lze postupovat následovně:

- Nejprve se zjistí reálná úroveň nákladů na cizí kapitál před odpočtem daňové úspory z úroků,
- k nákladům na cizí kapitál se přiřadí několik procentních bodů (2 až 4), a pomocí toho se získá určitý odhad nákladů na vlastní kapitál.

I tento způsob lze považovat za náhradní a to v případě, že nelze podložit odhad nákladů vlastního kapitálu žádnými dostupnými údaji, nebo pokud stačí pouze orientační odhad nákladů vlastního kapitálu (Mařík, Maříková, 2007).

3.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady kapitálu, které podnik získá pomocí dluhu (např. formou úvěru, emise obligací), se vyjadřují v podobě úroků, které musí podnik zaplatit svým věřitelům. Úrok z úvěru je položkou snižující zisk pro účely zdanění. Tuto skutečnost je nutné zohlednit i při stanovení nákladu dluhu (Valach, 2010). Náklady dluhu nedoléhají na podnik v plné výši, avšak jsou snižené o hodnotu úrokového daňového štítu (Nývtová, 2010).

Za náklady na cizí kapitál je možno dosadit průměrnou úrokovou míru zjištěnou na základě velikosti a ceny jednotlivých úvěrů přijatých podnikem (Kislingerová, 2010).

Náklady na cizí kapitál ani na vlastní kapitál nejsou konstantní, jejich výše je odvozena od vnímaného podnikatelského rizika ze strany věřitelů i vlastníků. V případě vyššího zadlužení budou vlastníci i věřitel vnímat větší riziko. Věřitelé budou méně ochotni poskytovat peníze a odměnou za vstup do rizikovější pozice bude větší úrok (Scholleová, 2009). Stanovení nákladů na cizí kapitál je značně jednodušší než stanovení nákladů na vlastní kapitál (Fotr, Souček, 2011).

3.3 Průměrné náklady kapitálu WACC

Průměrné náklady kapitálu jsou definované jako průměrný výdaj, který podnik musí zaplatit za získání všech druhů kapitálu (Valach, 2010).

Firmy udržují svůj celkový kapitál obvykle v různých formách, jako např. ve formě akciového kapitálu, v podobě nerozděleného zisku a eventuálně v podobě různých formách dluhů. Náklady celkového kapitálu jsou ovlivněny jednak příslušnými náklady na získání jednotlivých druhů kapitálu a jednak jsou podílem jednotlivých druhů kapitálu na celkovém kapitálu. Proto jsou často nazývány průměrnými náklady kapitálu (Valach, 2006).

Podle (Kislingerová, 2010) WACC nejsou skutečné výdaje, ale jsou to náklady příležitosti, které odpovídají celkové výnosnosti, jakou by mohl investor očekávat při investování do portfolia akcií a dluhopisů, které nesou srovnatelné riziko.

Průměrné náklady kapitálu (WACC) lze využít jako základ pro stanovení požadované výnosnosti k propočtu ekonomické efektivnosti investičních projektů a pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku (Nývtová, 2010). Průměrné náklady kapitálu také mohou být využity jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální

kapitálové struktury (Valach, 2010). Podnik by měl usilovat o co nejmenší vážené průměrné náklady kapitálu (Knápková, Pavelková, 2010).

(Valach, 2006) definuje průměrné náklady kapitálu jako vážený aritmetický průměr nákladů jednotlivých druhů kapitálu, kde vahou je podíl příslušného kapitálu na celkovém kapitálu.

Pro stanovení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém kapitálu je nutné se vypořádat se dvěma problémy. Kapitálová struktura se bude v průběhu dalšího vývoje měnit, proto je důležité, jaké váhy jsou pro výpočet rozhodující. Hodnota kapitálové struktury oceňovaného podniku musí být stanovena na základě tržních hodnot včetně tržní hodnoty vlastního kapitálu, nikoliv na základě účetních hodnot. Problém použití tržních hodnot je možné řešit dvěma způsoby: orientačními odhady (tzv. cílová struktura) a pomocí iteračních postupů (Mařík, 2011).

V praxi se lze setkat s doporučením, aby byla využita tzv. cílová struktura kapitálu. Jedná se o odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období. Cílovou strukturu lze odvodit následujícími způsoby. Nejprve se odhadne např. pomocí tržní kapitalizace současná kapitálová struktura v tržní hodnotě a zjistí se kapitálová struktura srovnatelných podniků vypočtená pomocí tržních cen. Dále je nutné vědět, jakou kapitálovou strukturu by současné vedení považovalo za žádoucí a případně se pokusit přiblížit se optimální kapitálové struktuře pro oceňovaný podnik. Současnou strukturu lze nejnadhěji určit, pokud známe tržní ceny jednotlivých složek kapitálu. Jedná se zejména o tržní hodnoty akcií. Pokud nejsou k dispozici tržní hodnoty akcií, je vhodné si pomoci alespoň odhadem. V případě dluhopisů, které nejsou obchodovány, se tržní hodnota určí na základě znalostí budoucích plateb spojených s tímto dluhopisem. V případě bankovních úvěrů lze vycházet z účetně vykazovaných hodnot. Závazky z finančního leasingu se posuzují stejně jako ostatní dluhy, tzn., vychází se ze současné hodnoty požadovaných plateb (Mařík, 2011).

Krokem, který navazuje na cílovou strukturu je použití iteračního postupu, kdy se nejdříve provede odhad výchozí struktury, vypočte se diskontní míra a z ní plynoucí hodnota podniku, a to hodnota brutto (hodnota vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu dohromady) a hodnota netto (ocenění vlastního kapitálu). Z těchto výsledných ocenění se zjistí podíl vlastního a cizího kapitálu. Tato struktura se v mnoha případech bude lišit od

výchozí sktruktury. Použije se tato nová kapitálová struktura a znovu se vypočte diskontní míra a z ní plynoucí ocenění podniku (Mařík, Maříková, 2007). Tento postup se opakuje tak dlouho, až se výsledná struktura ustálí. Tento jediný přístup zajišťuje přijatelné výsledky, avšak vyžaduje vybavení výpočetní technikou. Jako výchozí strukturu lze použít cílovou strukturu nebo účetní strukturu. Pomocí iterací by se v obou případech dosáhlo stejného výsledku (Mařík, 2011).

4 Metody hodnocení výkonnosti podniku využívající náklady na kapitál – Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Pojem ekonomická přidaná hodnota se v poslední době stále více prosazuje v ekonomické teorii, ale i v ekonomické praxi podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Tuto metodu podrobně rozpracovali autoři Stewart a Stern. Je nutné poznamenat, že metoda EVA je pouze konkrétním, avšak velmi rozvedeným zpracováním myšlenky, která se v ekonomické literatuře i praxi objevuje už celé jedno století (Mařík, Maříková, 2005).

Ekonomická přidaná hodnota nabývá popularity jako významné kritérium pro posuzování výkonnosti podniku (Fotr, Souček, 2011). Ekonomická přidaná hodnota je ta část vyprodukovaného zisku, která zůstane firmě po zaplacení požadavků vlastníků a může se podílet na jejím růstu, aniž by byli poskytovatelé kapitálu jakýmkoli způsobem kráceni na svých požadavcích (Scholleová, 2009). Je nutné rozlišovat mezi ziskem, který se vykazuje v účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem, neboli nadziskem (Mařík, Maříková, 2005). Rozdíl mezi ekonomickým a účetním ziskem spočívá v tom, že ekonomický zisk respektuje veškeré náklady na vyložený kapitál a to jak náklady na cizí kapitál tak i náklady na vlastní kapitál (Fotr, Souček, 2011).

4.1 Základní výpočet ukazatele EVA

Ekonomická přidaná hodnota je tedy chápána jako čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady kapitálu. Tento vzorec zahrnuje zájmy všech zainteresovaných stran (stakeholders). Základní podoba vzorce:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

kde:

NOPAT = zisk z operační činnosti podniku po zdanění (nelze ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření podle Českých účetních standardů),

Capital = kapitál vázaný v aktivech sloužící operační činnosti podniku (tj. aktiva nutná k hlavnímu provozu podniku) = NOA,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (Mařík, Maříková, 2005).

Firma vytváří hodnotu pro vlastníky, je-li ekonomická přidaná hodnota větší než 0. Pokud bude čistý provozní zisk firmy odpovídat minimálnímu výnosu, který požadují vlastníci, bude EVA nulová a firma tudíž nebude vytvářet přidanou hodnotu. V podmínkách tradičních ukazatelů, které vycházejí z účetního zisku, se firma jeví jako zisková, ale ve skutečnosti ničí hodnotu, např. pokud firma vyprodukuje čistý provozní zisk, který bude nižší než výnosy, jaké očekávají vlastníci, potom vlastníci ztratili oproti výnosům dosažitelným na kapitálovém trhu při srovnatelném riziku. Tato podmínka vyplývá z upravené rovnice:

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

Aby ekonomická přidaná hodnota firmy vzrostla, pak by výnosnost vlastního kapitálu (ROE) musela převyšovat alternativní náklad tohoto kapitálu (r_e) neboli požadovanou výnosnost odpovídající srovnatelnému riziku (Sedláček, 2011). Výše nákladů na vlastní kapitál r_e je vyjádřena v absolutním vyjádření (Mařík, Maříková, 2005).

4.2 Ekonomický zisk a vymezení operační činnosti

(Mařík, Maříková, 2005) vymezují ekonomický zisk, nebo také nadzisk, jako rozdíl mezi ziskem z operační činnosti a kapitálovými náklady. V rámci konceptu EVA je tato hodnota vypočtena jako rozdíl mezi výnosy a náklady z operační činnosti včetně nákladů na vlastní a cizí kapitál. NOPAT by měl být počítán pouze z operační činnosti podniku. Pojem „operační“ se v českém účetnictví blíží pojmu provozní, avšak z formálního hlediska může být pojímán i širěji, tzn., může zahrnovat i část finančního výsledku hospodaření. Operační činnost je taková část podnikatelské činnosti, která slouží k základnímu podnikatelskému účelu. Vychází se přitom z předpokladu, že jde o podnik s jedním podnikatelským záměrem. Zabývá-li se podnik větším počtem podnikatelských činností, pak je žádoucí každou činnost posuzovat a oceňovat zvlášť. Za neoperační činnosti jsou považovány takové činnosti, které nejsou nezbytné pro výkon základní podnikatelské činnosti. Příkladem může být investování peněžních prostředků do cenných papírů nebo obchodování s volnými pozemky u výrobního podniku.

Do propočtu nadzisku je třeba zahrnout i minimální požadovanou výnosnost vlastního a cizího kapitálu. Tím se zdůrazňuje pohled akcionáře. Nestačí, že podnik vykazuje kladný výsledek hospodaření, ale je třeba, aby vykazovaný výsledek hospodaření odpovídal očekávání akcionáře a to zejména s ohledem na riziko (Mařík, Maříková, 2005).

Tato varianta výpočtu ukazatele EVA souvisí s rentabilitou vlastního kapitálu, která je nejdůležitějším indikátorem podniku pro vlastníky a zahrnuje zájmy akcionářů (shareholders). Pro posouzení hodnoty výnosnosti vlastního kapitálu je třeba rentabilitu vlastního kapitálu porovnat s očekávanou výnosností (alternativní výnosností u stejné rizikové investice), tedy s alternativními náklady vlastního kapitálu (Neumaierová, Neumaier, 2002).

Z účetního hlediska je podnik úspěšný tehdy, je-li rentabilita vlastního kapitálu (ROE) kladná, ale z pohledu akcionáře je podnik úspěšný pouze tehdy, pokud je rentabilita vlastního kapitálu větší nebo rovna nákladům na vlastní kapitálu (n_{VK}), tj. je třeba aby:

$$ROE \geq n_{VK}$$

Relace ROE a n_{VK} se však ve většině případů nahrazují celkovou rentabilitou (rentabilitou aktiv), která se porovnává nejen s nároky akcionářů, ale i s nároky věřitelů. Souhrnné nároky věřitelů a akcionářů jsou vyjádřeny průměrnými váženými náklady kapitálu WACC (Mařík, Maříková, 2005) :

$$\frac{NOPAT \text{ (zisk z operační činnosti po zdanění)}}{NOA \text{ (operační aktiva)}} \geq WACC$$

4.3 Transformace účetních dat na ekonomický model

K výpočtu ekonomické přidané hodnoty je nutné znát tři veličiny:

- výsledek hospodaření z operační činnosti NOPAT,
- tomuto výsledku hospodaření odpovídající aktiva NOA,
- průměrné vážené náklady kapitálu WACC.

(Grünwald, Holečková, 2006) ve své publikaci uvádějí, že data získaná v účetnictví se upravují tak, aby se plnily potřeby akcionářů, aby se potlačily prvky zásady opatrnosti, aby se vymezil rozsah operačních aktiv a provozního výsledku hospodaření, aby se upravila struktura financování a aby se určily náklady na jednotlivé zdroje financování.

4.3.1 Propoččet operačních aktiv (NOA)

Východiskem pro výpočet operačních aktiv je rozvaha, jejímž úkolem je z aktiv vyloučit neoperační aktiva, aktivovat pokud možno v tržním ocenění položky, které nejsou

účetně v aktivech aktivovány a aktiva snížit o neúročený kapitál (Mařík, Maříková, 2005).

Při určování neoperativních aktiv je častým problémem stanovit aktiva, která mají operační charakter a jsou nezbytná pro činnost podniku. Důležitý důraz se klade na tyto položky, které by měly být z aktiv vykazovaných v účetnictví vypuštěny.

- Krátkodobý finanční majetek - do této skupiny patří peněžní prostředky, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry a podíly. Peněžní prostředky se v rozvaze považují za provozně nutné a lze je do NOA zařadit. Nelze vyloučit, že u některých podniků aktiva podniku obsahují peněžní prostředky větší než je z hlediska provozu nutné. Proto je nutné tuto položku přezkoumat a případný přebytek prostředků odečíst (Mařík, Maříková, 2005). Pokud krátkodobé cenné papíry a podíly neslouží k rychlému převodu do hotovostní podoby, měly být pro potřeby výpočtu NOA vyloučeny (Pavelková, Knápková, 2010).
- Dlouhodobý finanční majetek - kritériem rozhodování o zařazení dlouhodobého finančního majetku do NOA je účelem finančních investic. Mají-li finanční investice portfoliový charakter (pouze uložení peněz), měly by být vyčleněny. Pokud ale začleníme finanční investici do NOA, je třeba upravit i výši NOPAT (začlenit výnosy z investice). Neznáme-li informace o charakteru finančních investic, pak se doporučuje je do NOA nezahrnovat (Pavelková, Knápková, 2010).
- Vlastní akcie - podle zásad účetnictví, tak i podle doporučení k výpočtu EVA jsou vlastní akcie vyloučeny z vlastního kapitálu a v žádném případě by neměly tvořit součást NOA (Mařík, Maříková, 2005).
- Nedokončené investice - tento majetek je sice obvykle provozně nutný, ale nepodílí se na tvorbě současného výsledku hospodaření a doporučuje se vyloučit z NOA (Mařík, Maříková, 2005).
- Jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti - jedná se o nevyužité či pronajaté pozemky, budovy, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, nadbytečné zásoby a lze očekávat, že budou nejspíše postupně rozprodány (Mařík, Maříková, 2005).

- Kumulované neobvyklé zisky - je nutné vyčlenit ty náklady a výnosy, které byly dosažené za mimořádných okolností a provést opravy v rozvaze.
- Neúročený cizí kapitál - u neúročených krátkodobých závazků nelze stanovit jejich náklady financování, a proto by měly být vyloučeny z investovaného kapitálu. Do této skupiny lze zařadit krátkodobé závazky a přechodné účty časového rozlišení. Vyskytují-li se neúročené závazky mezi dlouhodobými závazky, je doporučeno je vyřadit (Knápková, Pavelková, 2010).
- Rezervy - vylučují se rezervy, které mají charakter skutečných závazků (např. rezervy na daň z příjmů), neboť u nich nelze určit náklady financování. Tiché rezervy by měly být součástí vlastního kapitálu (měly by zvyšovat investovaný kapitál) (Mařík, Maříková, 2005).

Do výpočtu NOA je nutné zaktivovat položky, které v rozvaze chybí, avšak jsou využívány k hlavní provozní činnosti. Do výpočtu NOA je nutné zahrnout:

1. Finanční leasing – aktivujeme ho v tržní hodnotě. Právně je majitelem předmětu leasingu pronajímatel, proto je i účetně leasing vykazován u majitele. Podle Mezinárodního účetního standardu by měl být ekonomický pohled rozhodující, tzn. ekonomické užitky a rizika při finančním leasingu ponese nájemce. Předmět leasingu by měl být začleněn do aktiv nájemce a pasiva je třeba rozšířit o odpovídající závazky (Mařík, Maříková, 2005).
2. Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv (pohledávky, zásoby) – u pohledávek může docházet k nadhodnocení jejich výše, případnou odchylku mezi vykázanou a skutečnou výší pohledávky je nutné odečíst z NOA. U zásob je možné podle Mezinárodních účetních standardů použití metody LIFO, která u nás není povolena. Případné podcenění zásob vzniklé touto metodou umožňuje vznik tiché rezervy a ta je následně připočtena k NOA (Mařík, Maříková, 2005).
3. Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku – úprava čistých operačních aktiv spočívá v korekci ocenění investičního majetku, protože se dlouhodobý majetek oceňuje v historických cenách, čímž se nebere v úvahu růst cen a pomíjí se vliv technického pokroku (Mařík, Maříková, 2005). Pokud je to možné, investiční majetek se doporučuje přecenit reprodukčními cenami sníženými o reálné opotřebení, resp.

tržní cenou a dlouhodobý finanční majetek by měl být oceněn tržní cenou (Grünwald, Holečková, 2006).

4. Tiché rezervy - jsou rezervy záměrně vytvořené v nadbytečné výši. Mohou být vytvořeny pomocí odpisů a opravných položek na straně aktiv a pomocí rezerv na straně pasiv (Mařík, Maříková, 2005). Podle (Grünwald, Holečková, 2006) tiché rezervy vznikají mimo jiné v důsledku uplatňování principu opatrnosti u zásob a pohledávek. Vytváří-li vedení podniku nadbytečné rezervy, je nutné je formou ekvivalentů vlastního kapitálu zařadit k účetnímu vlastnímu kapitálu (Mařík, Maříková, 2005).
5. Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky – podnik tyto náklady vykazuje v běžném období, ale přínos pro společnost se předpokládá dlouhodobě do budoucna. Tyto náklady mají povahu nehmotného majetku, a proto by měly být z NOA vykázány v položce nehmotných aktiv. Jedná se zejména o náklady na výzkum a vývoj, náklady na výchovu a vzdělávání pracovníků, náklady na marketing apod. (Pavelková, Knápková, 2010).
6. Goodwill – vzniká jako rozdílová položka například při koupi podniku a to pokud je cena zaplacená za 100 % podíl na základním kapitálu vyšší, než je rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků. Jsou-li k dispozici příslušná data, pro propočet NOA je žádoucí, aby byl goodwill v aktivech vykázán (Mařík, Maříková, 2005).

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nenesou náklad. Jedná se o to vyloučit z operačního výsledku hospodaření odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Hlavní součástí krátkodobých závazků jsou zejména dodavatelské úvěry, které nejsou explicitně úročené. Oprava je možná dvěma způsoby a to opravou výsledků hospodaření (zvýšení NOPAT o implicitní úroky), nebo opravou vykázaných aktiv (snížení NOA o neúročené závazky). Do krátkodobých závazků, o které by se aktiva snížila, patří závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení, daňové závazky a dotace, pasivní položky časového rozlišení, rezervy mající charakter skutečných závazků apod. (Mařík, Maříková, 2005).

4.3.2 Určení velikosti operačního výsledku hospodaření NOPAT

NOPAT vyjadřuje čistý zisk z operační činnosti podniku po zdanění a před placením úroků. První zásadou pro určení NOPAT je důležité dosáhnout symetrie mezi NOA a NOPAT. Jsou-li určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, pak je nutné, aby jejich náklady a výnosy byly začleněny do výpočtu NOPAT (Mařík, Maříková, 2005).

Pro určení výše NOPAT vyjdeme z výsledku hospodaření z běžné činnosti a provedeme následující úpravy:

- z finančních nákladů vyloučíme placené úroky, tzn., přičteme tyto úroky zpět k výsledku hospodaření,
- vyloučíme mimořádné položky: manka a škody a nároky na jejich úhradu (účty 582,688), změna ve způsobu ocenění majetku (účty 581, 681), ostatní mimořádné náklady (účty 588, 688),
- vyloučíme mimořádné položky v nákladech a ve výnosech, které se svou výší nebudou opakovat: náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku, rozpuštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku,
- započteme vliv změn vlastního kapitálu: patří sem vyloučení nákladů na výzkum a vývoj a jejich nahrazení odhadem odpisů, případné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky, vyloučení tvorby a čerpání tichých rezerv pokud ovlivnily výsledek hospodaření (např. nadměrnou tvorbu opravných položek),
- posoudíme, do jaké míry mají dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek operační charakter. Výnosy z provozně nepotřebných aktiv je třeba odečíst,
- je nutné zjistit upravenou daň. Nejpřesnější výsledek získáme, pokud vyjdeme ze splatné daně za daný rok a tu zvýšíme nebo snížíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z výnosů, o jaké se NOPAT liší oproti výsledku hospodaření za účetní období z výkazu zisku a ztrát (Mařík, Maříková, 2005). (Grünwald, Holečková, 2006) uvádějí, že nejschůdnější způsob výpočtu upravené daně spočívá ve vynásobení NOPAT daňovou sazbou. Tento způsob ovšem není přesný, protože existuje rozdíl mezi účetním hospodářským výsledkem a základem pro výpočet daně.

5 Metodika a cíl práce

5.1 Cíl práce

Cílem práce je určit cenu jednotlivých složek podnikového kapitálu a posoudit přístupy k nákladům na kapitál včetně jejich vlivu na měřítko výkonnosti podniku.

Pro stanovení primárního cíle této diplomové práce je vhodné si stanovit dílčí cíle.

- Cíl 1: Stanovení nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem oceňování kapitálových aktiv (CAPM).
- Cíl 2: Stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicovou metodou.
- Cíl 3: Stanovení nákladů na cizí kapitál.
- Cíl 4: Vyjádření vážených průměrných nákladů kapitálu alternativním modelem CAPM a stavebnicovou metodou.
- Cíl 5: Vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu entity a ekonomickou přidanou hodnotu equity.

5.2 Metodika

V literární rešerši, která byla zpracována v předchozích kapitolách, byly popsány teorie optimalizace kapitálové struktury, přístupy k výpočtům nákladů vlastního kapitálu, nákladů cizího kapitálu a byly popsány vážené průměrné náklady kapitálu. Dále byla popsána ekonomická přidaná hodnota jako metoda hodnocení výkonnosti podniku využívající náklady na kapitál včetně jednotlivých operací vedoucích k transformaci účetních dat na data ekonomická.

V praktické části práce bude finanční situace podniku zhodnocena v průběhu let 2010 – 2014. Protože si vedení daného podniku nepřálo zveřejňovat název jejich firmy, bude v diplomové práci používáno označení „společnost, analyzovaná společnost, popř. podnik, firma“.

Následně jsou vymezeny základní vzorce, které byly v této práci použity. Vzorce jsou vždy stanoveny pro konkrétní cíl.

Cíl 1: Stanovení nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Náklady na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM jsou stanoveny podle vztahu (Mařík, 2011):

$$n_{VK} = r_f + \beta_Z * RPT + RPZ \quad (4.1)$$

kde: n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu,

r_f = výnosnost 10letých státních dluhopisů Spojených států amerických,

β = odvětvová beta přenesená z kapitálového trhu USA,

RPT = riziková prémie kapitálového trhu USA,

RPZ = riziková prémie země.

Bezriziková úroková míra (r_f) - vychází z údajů výnosnosti 10letých státních dluhopisů Spojených států amerických jako sazba T. Bond Rate k poslednímu dni v roce (Damodaran, online).

Koeficient beta (β) – vzhledem k tomu, že analyzovaná společnost není obchodována na kapitálovém trhu, použiji pro výpočet modelu CAPM odhady beta. Z internetového portálu www.damodaran.com budou převzaty hodnoty koeficientů β_N . Analyzovaná společnost byla zařazena do odvětví Metals/Mining a koeficient beta zadlužená β_Z se dopočítá podle vztahu 4.2 (Damodaran, online).

Riziková prémie trhu (RPT) – měla by být stanovena jako rozdíl mezi očekávanou celkovou výnosností trhu a bezrizikovou úrokovou mírou. V podmínkách České republiky lze uvést globální index PX50. Vhodnější je ale využít odhad rizikové prémie kapitálového trhu z internetových stránek dle Damodarana (Damodaran, online).

Riziková prémie země (RPZ) – je ovlivněna ratingovým hodnocením České republiky. Ve sledovaných obdobích měla Česká republika podle internetových stránek profesora A. Damodarana rating A1. K odhadu rizikové prémie země byla použita data podle Damodarana (Damodaran, online).

Koeficient β pro zadlužený podnik vychází z následujícího vzorce (Mařík, 2011):

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + \frac{CK*(1-d)}{VK}\right) \quad (4.2)$$

kde: β_Z = beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy – spekulované beta,

β_N = beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení – nespekulované beta,

d = sazba daně z příjmů, VK = vlastní kapitál, CK = cizí kapitál.

Cíl 2: Stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicovou metodou

K výpočtu nákladů na kapitál lze použít stavebnicový model využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Nejdříve je nutné vyjádřit si vážené průměrné náklady na kapitál WACC, které jsou součtem bezrizikové úrokové sazby, rizikové přírážky za velikost podniku, rizikové přírážky za podnikatelské riziko, rizikové přírážky za finanční stabilitu a rizikové přírážky za finanční strukturu (Mařík, 2011):

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (4.3)$$

kde: r_f = bezriziková úroková sazba (za kterou je v podmínkách České republiky považován výnos 10letých státních dluhopisů), r_{LA} = riziková přírážka za velikost podniku, $r_{podnikatelské}$ = riziková přírážka za podnikatelské riziko, $r_{finstab}$ = riziková přírážka za finanční stabilitu, r_{finstr} = riziková přírážka za finanční strukturu, WACC = vážené průměrné náklady kapitálu.

Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) je daná hodnotou úplatných zdrojů (Neumaierová, 2005) :

- jsou-li úplatné zdroje > 3 mld. Kč, potom $r_{LA} = 0 \%$,
- jsou-li úplatné zdroje < 100 mil. Kč, potom $r_{LA} = 5 \%$,
- jsou-li úplatné zdroje >100 mil. Kč, ale < 3 mld. Kč,

$$\text{použije se propočet } r_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2},$$

kde: UZ = úplatné zdroje (bankovní úvěry, obligace, vlastní kapitál) - dosazované v mld. Kč.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko souvisí s ukazatelem produkční síly podniku (EBIT/aktiva), která se porovnává s podílem úplatných zdrojů na aktivech násobených odhadem úrokové míry (Neumaierová, 2005): (4.5)

- je-li $\frac{EBIT}{A} > \frac{UZ}{A} * UM$, pak $r_{\text{podnikatelské}} = \text{minimální hodnota v odvětví}$,
- je-li $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak $r_{\text{podnikatelské}} = 10 \%$,
- je-li $0 < \frac{EBIT}{A} < \frac{UZ}{A} * UM$, pak $r_{\text{podnikatelské}} = \frac{((\frac{UZ}{A} * UM) - \frac{EBIT}{A})^2}{(\frac{UZ}{A} * UM)^2} * 0,1$.

kde: EBIT = výsledek hospodaření před zdaněním s přičtením nákladových úroků, A = aktiva, UZ = úplatné zdroje (bankovní úvěry, obligace, vlastní kapitál), UM = odhad úrokové míry ($\frac{I}{BL+O}$), I = placené úroky, O = dluhopisy, BL = bankovní úvěry.

Riziková přírážka za finanční stabilitu je dána hodnotou likvidity třetího stupně (L3) a je vypočtená poměrem oběžných aktiv a krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů (Neumaierová, 2005): (4.6)

- je-li $L3 \leq XL_1$, pak $r_{\text{finstab}} = 10 \%$,
- je-li $L3 \geq XL_2$, pak $r_{\text{finstab}} = 0 \%$,
- je-li $XL_1 < L3 < XL_2$, pak $r_{\text{finstab}} = \frac{(XL_2 - L3)^2}{(XL_2 - XL_1)^2} * 0,1$.

XL_1 a XL_2 se stanovuje pro každé odvětví individuálně. Pro individuální aplikace metodiky se podle Ministerstva průmyslu a obchodu ČR doporučuje dosadit za XL_1 1,00 a za hodnotu XL_2 2,5.

Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) je dána hodnotou ukazatele úrokového krytí stanovená podle vztahu EBIT/NÚ (Neumaierová, 2005): (4.7)

- je-li ukazatel úrokového krytí (ÚK) > 3, pak (r_{finstr}) = 0 %,
- je-li ukazatel úrokového krytí < 1, potom (r_{finstr}) = 10 %,
- je-li $1 < \text{ukazatel úrokového krytí} < 3$, potom (r_{finstr}) = $\frac{(3-\text{ÚK})^2}{40}$,

kde: ÚK = ukazatel úrokového krytí, EBIT = výsledek hospodaření před zdaněním s přičtením nákladových úroků.

Nyní lze již vyčíslit alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e) následovně (Neumaierová, 2005): (4.8)

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

kde: UZ = úplatné zdroje (bankovní úvěry, obligace, vlastní kapitál),

WACC = vážené průměrné náklady kapitálu, A = aktiva, d = sazba daně, I = nákladové úroky, BL+ O = bankovní úvěry + obligace, VK = vlastní kapitál.

Cíl 3: Stanovení nákladů na cizí kapitál

Nejpřesnější variantou pro vyjádření nákladů na cizí kapitál je smluvně sjednaná úroková sazba bankovního úvěru. Analyzovaná společnost využívá pravidelně krátkodobý bankovní úvěr úročený úrokovou mírou PRIBOR 1M, ke které byla připočtena riziková přírážka ve výši 1,6 %. Pro získání nákladů na cizí kapitál je nutné vzít v úvahu působení daňového štítu, tzn. nominální úrokovou sazbu z úvěru zdanit dle platné sazby daně z příjmů za všechna období (Kurzy, 2010 - 2014).

Cíl 4: Vyjádření vážených průměrných nákladů kapitálu alternativním modelem CAPM a stavebnicovou metodou

Stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu alternativním modelem CAPM se vy počítají podle vztahu (Mařík, 2011) :

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

kde: WACC = vážené průměrné náklady kapitálu, n_{CK} = náklady na cizí kapitál, také značeno jako r_d , $n_{VK(Z)}$ = náklady na vlastní kapitál zadluženého podniku, také značeno jako r_e , d = sazba daně z příjmů, CK = hodnota úročeného cizího kapitálu, VK = hodnota vlastního kapitálu, K = celkový kapitál.

Stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu stavebnicovou metodou se vypočte podle vztahu 4.3.

Cíl 5: Vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu entity a ekonomickou přidanou hodnotu equity

Při výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty entity je nutné upravit účetní data na data ekonomická – tzn. vymezit operační aktiva NOA, čistý zisk z operační činnosti NOPAT a vážené průměrné náklady kapitálu WACC. Abychom získali čistá operační aktiva, je nutné z hodnoty aktiv vyloučit hodnotu nedokončených investic, nedobytné pohledávky, poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a neúročený cizí kapitál. Do aktiv je nutné některé položky aktivovat. Jedná se o náklady na nové vývojové zakázky s předpokládanými dlouhodobými účinky. V pasivech, ve vlastním kapitálu, bude vytvořena nová položka Ekvivalenty vlastního kapitálu, do které budou aktivovány náklady na nové vývojové zakázky s předpokládanými dlouhodobými účinky a odečteny položky nedokončených investic, nedobytných pohledávek a poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný majetek. V cizích zdrojích bude odečten neúročený cizí kapitál. U vymezení čistého zisku z operační činnosti je doporučováno vycházet z výsledku hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a tu opravit o nákladové úrok (jejich přičtením), aktivovat náklady na nové vývojové zakázky s předpokládanými dlouhodobými účinky. Odpisy

z aktivovaných nákladů na nové vývojové zakázky budou odečteny. Dále bude odečten rozdíl mezi tržbami z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu a zůstatkovou cenou dlouhodobého hmotného majetku a materiálu. Rozdíl mezi původním výsledkem hospodaření z běžné činnosti před zdaněním a upraveným výsledkem hospodaření z běžné činnosti před zdaněním bude zdaněn dle platné sazby daně z příjmů. Výsledný čistý provozní zisk z operační činnosti bude vypočten jako výsledek hospodaření z běžné činnosti upravený a od něj bude odečtena hodnota původně zaplacené daně a hodnota dodatečně vypočtené daně.

EVA entity je tvořena čistým výnosem z provozní činnosti, který je snížen o náklady na vlastní a cizí kapitál. Základní podoba vzorce EVA entity (Mařík, Maříková, 2005):

$$EVA ENTITY = NOPAT - Capital * WACC, \quad (4.10)$$

$$\text{resp. } EVA ENTITY (1) = NOPAT - NOA * WACC (1),$$

$$\text{resp. } EVA ENTITY (2) = NOPAT - NOA * WACC (2).$$

kde: NOPAT = čistý zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po zdanění a před zaplacením úroků, Capital = kapitál vázaný v aktivech (celkový použitý provozní kapitál), NOA = čistá operační aktiva, WACC (1) = vážené průměrné náklady kapitálu stanovené pomocí alternativního modelu CAPM, stanovené podle vzorce 4.9, WACC (2) = vážené průměrné náklady kapitálu stanovené stavebnicovou metodou, podle Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, stanovené podle vztahu 4.3.

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty variantou equity je nutné znát hodnotu rentability vlastního kapitálu (ROE), alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e) a hodnotu vlastního kapitálu (VK). Alternativní náklad na vlastní kapitál se vypočte podle vztahu 4.8. Rentabilita vlastního kapitálu se vypočte podle následujícího vzorce (Sedláček, 2011):

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{čistý zisk (EAT)}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (4.11)$$

Jsou-li stanoveny potřebné položky, je možné EVA equity stanovit dle rovnice (Mařík, Maříková, 2005) :

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (4.12)$$

kde: ROE = rentabilita vlastního kapitálu, r_e = alternativní náklad na vlastní kapitál, VK = vlastní kapitál.

6 Charakteristika podniku

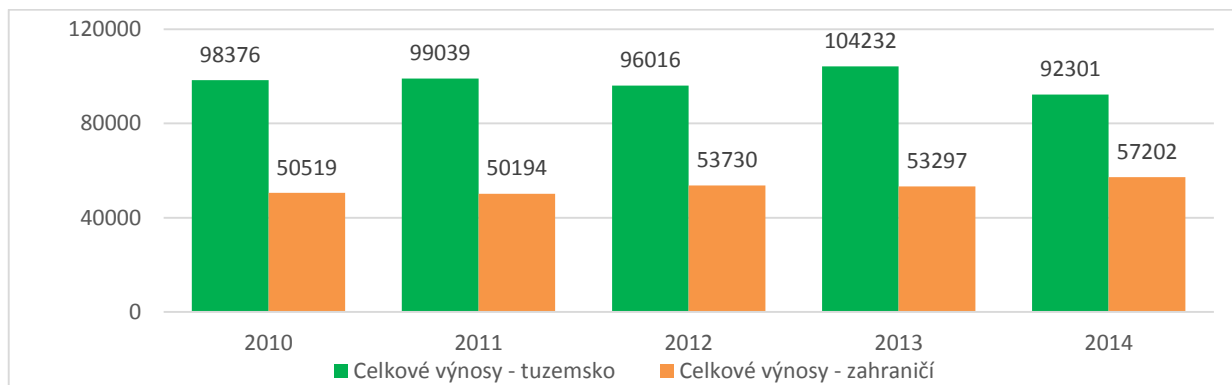
Nejmenovaná společnost vznikla v roce 1994 a patří k rozhodujícím výrobcům na trhu stavebního a nábytkového kování. Společnost má právní formu společnost s ručením omezeným. Na základním kapitálu společnosti se podílejí 4 společníci, z nichž každý má v účetní jednotce podíl 25 %. Společnost zaměstnává 179 zaměstnanců (za rok 2014), z toho jsou 3 řídicí pracovníci (Výroční zpráva společnosti).

Z interních zdrojů podniku bylo zjištěno, že si daná společnost každý rok stanovuje určité cíle v jednotlivých oblastech. Jedná se o oblast kvality, technologie, IT a personalistiky. V roce 2014 si společnost kladla za cíl snížit reklamace pod 0,12 % - to se jí ovšem nepodařilo. V oblasti nové technologie rozšířila sortiment výrobního zařízení, v oblasti IT služeb zahájila internetový prodej na vybraný sortiment a v oblasti personalistiky provedla 24 různých školení zaměstnanců.

Největší položku výnosů dané společnosti tvoří tržby z prodeje vlastních výrobků. Společnost zajišťuje distribuci výrobků v rámci České republiky, ale i v zahraničí. Z celkového objemu výnosů tvoří zahraniční výnosy v jednotlivých letech přes 33 %. Mezi vývozní země patří státy EU, státy jižní Ameriky a Asie. Tradičním exportním artiklem jsou pianové závěsy. Na obrázku 2 je zobrazen vývoj celkových výnosů, jaké firma obdržela ze zahraničí a celkové výnosy získané na území České republiky (Výroční zpráva společnosti).

V posledních letech firma investovala nemalé částky do rekonstrukce a modernizace výrobních hal, výstavby nového obchodního a logistického centra a nakoupila nové modernější NC stroje (Výroční zpráva společnosti).

Obrázek 2: Vývoj celkových výnosů v letech 2010 - 2014 v tis. Kč



Zdroj: Výroční zpráva společnosti, vlastní zpracování

7 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Stanovení nákladů na vlastní kapitál bude provedeno pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv, modelem CAPM a pomocí stavebnicového modelu. Následně budou tyto modely mezi sebou porovnány a graficky znázorněny.

7.1 Model oceňování kapitálových aktiv

Tento model je v praxi pro kalkulaci nákladů na vlastní kapitál nejvíce rozšířeným. Je možné pomocí něj odhadnout výnos všech aktiv na kapitálovém trhu.

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude využit alternativní model oceňování kapitálových aktiv, ve kterém Mařík (2011) doporučuje použití dat z kapitálového trhu Spojených států amerických a tyto data upravit o aktuální riziko země. Náklady vlastního kapitálu se vypočítají podle vztahu 4.1. Aby bylo možné stanovit náklady vlastního kapitálu, je nutné si nejdříve vyjádřit koeficient β_Z , který se dopočte podle vztahu 4.2.

Tabulka 1: Stanovení nákladů vlastního kapitálu r_e metodou CAPM v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková úroková sazba r_f	3,29 %	1,88 %	1,76 %	3,04 %	2,17 %
β_N	1,21 %	1,18 %	1,42 %	0,86 %	0,86 %
β_Z	1,51 %	1,42 %	1,64 %	0,99 %	0,99 %
RPT	4,31 %	4,10 %	4,20 %	4,62 %	4,60 %
RPZ	1,28 %	1,28 %	1,28 %	1,05 %	1,05 %
Náklady na vlastní kapitál	11,06 %	8,97 %	9,92 %	8,67 %	7,77 %

Zdroj: Damoradan, vlastní zpracování

Koeficient beta nezadlužená vyjadřuje závislost předmětu podnikání – nábytkového a stavebního kování na vývoji trhu. Sektor nábytkového a stavebního kování je v letech 2010 – 2012 velmi citlivý na vývoji celkové ekonomiky, protože přesahuje hodnotu 1. Od roku 2013 – 2014 se citlivost vývoje předmětu podnikání na celkovém trhu snižuje. Pro získání koeficientu beta zadlužená byla beta nezadlužená upravená o zadluženost podniku. Podniky s vyšší zadlužeností jsou více citlivé na výkyvy ekonomiky daného státu. Čím jsou podniky zadluženější, tím je koeficient beta vyšší. U dané společnosti se zadluženost postupně snižuje a koeficient beta postupně klesá – až na rok 2012 ve kterém došlo k nárůstu beta zadlužená. V roce 2010 byla zadluženost podniku 23 % a v roce 2014 pouze 15,5 %.

V roce 2010 dosáhly náklady na vlastní kapitál (r_e) nejvyšší hodnoty za sledované období v důsledku vysoké bezrizikové úrokové sazby a v důsledku vysoké hodnoty koeficientu beta zadlužená. V roce 2011 náklady na vlastní kapitál poklesly na hodnotu 8,97 %, což je meziroční pokles o 2,09 procentních bodů. Od roku 2011 do roku 2012 byl zaznamenán mírný nárůst nákladů na vlastní kapitál o 0,95 procentních bodů. Od roku 2012 - 2014 dochází k postupnému poklesu nákladů na vlastní kapitál v důsledku poklesu koeficientu beta zadlužená, až na hodnotu 7,77 % - v roce 2014, která byla nejnižší za sledované období. Celkově se náklady na vlastní kapitál od roku 2010 – 2014 snížily o 3,29 procentních bodů.

7.2 Stavebnicový model

K výpočtu nákladů na kapitál lze také využít stavebnicový model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky. Princip spočívá v tom, že se k bezrizikové úrokové sazbě připočte určitá přírážka za riziko, která se tvoří jako souhrn dílčích položek a tímto součtem získáme vážené průměrné náklady na kapitál, na základě nichž lze odvodit alternativní náklad na vlastní kapitál. Za bezrizikovou úrokovou sazbu je považován výnos 10letých českých státních dluhopisů. Hlavním rozdílem od metody CAPM je, že se nezaměřuje pouze na systematické riziko, ale týká se i nesystematického rizika.

7.2.1 Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) v %

Riziková přírážka je dána hodnotou úplatných zdrojů a vypočte se podle vztahu 4.4. Úplatné zdroje v jednotlivých letech přesahují hodnotu 100 mil. Kč, avšak nejsou větší než 3 mld. Kč a proto je v jednotlivých letech riziková přírážka vypočtena podle propočtu. Protože se hodnota úplatných zdrojů v jednotlivých letech zvyšuje, tak riziková přírážka postupně klesá. Ve všech sledovaných letech riziková přírážka dosahovala téměř maximální hranice, která je stanovena na 5 %.

Tabulka 2: Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Úplatné zdroje (v tis. Kč)	119 616	125 788	125 818	129 357	130 530
Riziková přírážka za velikost podniku	4,93 %	4,91 %	4,91 %	4,90 %	4,90 %

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

7.2.2 Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($r_{\text{podnikatelské}}$) v %

Riziková přírážka za podnikatelské riziko vyjadřuje schopnost podniku vyprodukovat zisk použitím celkových vložených prostředků. Tato přírážka souvisí s ukazatelem produkční síly podniku (EBIT/aktiva) a porovnává se s podílem úplatných zdrojů na aktivech násobených odhadem úrokové míry podle vztahu 4.5.

Tabulka 3: Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($r_{\text{podnikatelské}}$) v %

	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT (v tis. Kč)	5690	5826	7172	7874	4606
EBIT/A	3,87	4,02	5,00	5,29	3,04
UZ/A * UM	7,99	4,76	5,49	5,90	8,30
Riziková přírážka za podnikatelské riziko	2,66 %	0,24 %	0,08 %	0,1 %	4,01 %

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Minimální hodnota v odvětví pro rizikovou přírážkou za podnikatelské riziko, kterou doporučuje dle každoroční metodiky Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky, nebyla použita. Hodnota výnosnosti aktiv ($\frac{EBIT}{A}$) je v jednotlivých letech vždy menší než hodnota $\frac{UZ}{A} * UM$, proto je nutné hodnotu rizikové přírážky podnikatelského rizika dopočítat pomocí propočtu.

Nejvyšší hodnoty 4,01 % dosahuje riziková přírážka v roce 2014, EBIT zde meziročně klesl o 3268 tis. Kč., tj. o téměř 42 %. Nejvyšší nárůst EBITu byl zaznamenán v roce 2012, kde EBIT meziročně vzrostl o 1346 tis. Kč, tj. o 23 % a v tomto roce byla nejnižší hodnota rizikové přírážky 0,08 %.

7.2.3 Riziková přírážka za finanční stabilitu (r_{finstab}) v %

Tato riziková přírážka souvisí s likviditou třetího stupně a vypočte se podle vztahu 4.6. Hodnoty XL_1 a XL_2 jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví. U podniků, která mají svá aktiva do 10 mld. Kč se doporučuje nedělat žádnou korekci rizikové přírážky a dosadit za hodnotu XL_1 1,00 a za XL_2 hodnotu 2,5. Analyzovaný podnik nemá aktiva větší než 10 mld. Kč.

Tabulka 4: Riziková přírážka za finanční stabilitu (r_{finstab}) v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Likvidita L3	2,73	2,91	3,78	3,85	3,94
Riziková přírážka za finanční stabilitu	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Protože ve všech sledovaných letech překročily jednotlivé hodnoty likvidity L3 hodnotu XL_2 2,5, bude riziková přírážka 0 %. To znamená, že zde nevzniká riziko, že podnik nebude schopen splácet své finanční závazky.

7.2.4 Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %

Riziková přírážka za finanční strukturu je dána ukazatelem úrokového krytí a je stanovena podle vztahu 4.7.

Hodnota úrokového krytí charakterizuje schopnost podniku splácet úroky. Na první pohled je zřejmé, že analyzovaný podnik nemá problémy splácet úroky, jeho hodnota je vysoká, vždy vyšší než 3 a tudíž riziková přírážka bude za všechna období nulová.

Tabulka 5: Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Úrokové krytí	8,77	11,14	22,07	28,53	14,58
Riziková přírážka za finanční strukturu	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

7.2.5 Stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e podle stavebnicového modelu v %

Aby bylo možné vyjádřit alternativní náklad na vlastní kapitál, je nutné nejdříve vyčíslit průměrné náklady kapitálu (WACC), které jsou stanoveny podle vztah 4.3 a následně r_e dopočítat pomocí vzorce 4.8. Stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu je uvedeno v tabulce 6 a alternativní náklad na vlastní kapitál je vypočten v tabulce 7.

Tabulka 6: Stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu WACC v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková úroková sazba	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %	1,58 %
RP za velikost podniku	4,96 %	4,94 %	4,93 %	4,91 %	4,91 %
RP za podnikatelské riziko	2,66 %	0,24 %	0,08 %	0,10 %	4,01 %
RP za finanční stabilitu	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
RP za finanční strukturu	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
WACC	11,33 %	8,97 %	7,32 %	7,27 %	10,50 %

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

Od roku WACC za sledované období 2010 – 2013 klesají a v roce 2014 opět narůstají. V roce 2010 a 2014 jsou hodnoty vyšší než v letech ostatních. Nejvyšší hodnoty 11,33 % dosáhly WACC v roce 2010 a to vlivem vysoké bezrizikové úrokové sazby. V roce 2011 klesly WACC na hodnotu 8,97 % a v roce 2012 klesly na hodnotu 7,32 %, což je meziroční pokles o 1,65 procentních bodů. Nejnižší hodnoty WACC 7,27 % bylo dosaženo v roce 2013 v důsledku nízké bezrizikové úrokové sazby a nízké rizikové přírážky za podnikatelské riziko. V roce 2014 dosáhly WACC druhé nejvyšší procentní hodnoty a to zejména z důvodu vysoké rizikové přírážky za podnikatelské riziko oproti rokům ostatním, což bylo způsobeno zejména vysokým poklesem EBITu. Souhrnně byl zaznamenán od roku 2010 do roku 2014 pokles WACC o 0,83 procentních bodů.

Tabulka 7: Stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e v %

	2010	2011	2012	2013	2014
WACC	0,1133	0,0897	0,0732	0,0727	0,1050
UZ/A	0,8135	0,8676	0,8770	0,8696	0,8626
I/(BL+O)	0,0982	0,0549	0,0626	0,0678	0,0962
VK/A	0,7686	0,8018	0,8408	0,8423	0,8409
r_e	11,53 %	9,34 %	7,42 %	7,33 %	10,57 %

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

V letech 2010 – 2013 alternativní náklady na vlastní kapitál postupně klesaly. Nejnižší hodnoty dosáhly r_e v roce 2013 – 7,33 % a meziročně vzrostly o 0,09 procentních bodů. V roce 2014 dosáhly r_e hodnoty 10,57 %, což je meziroční nárůst o 3,24 procentních bodů. Celkově za sledované období 2010-2014 se r_e snížily pouze o 0,96 procentních bodů.

7.3 Porovnání nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR

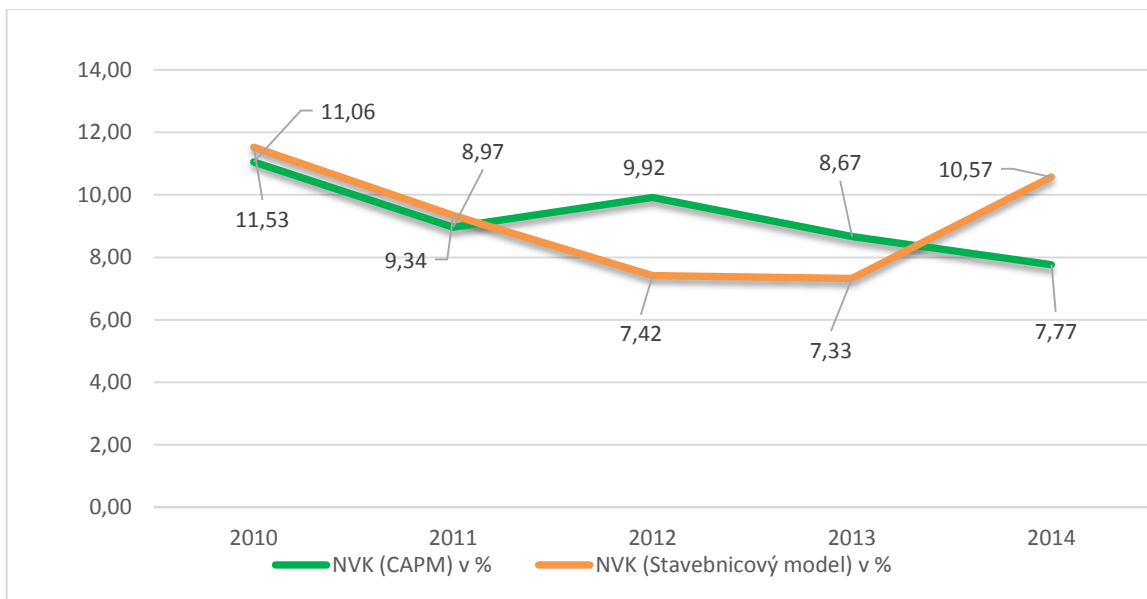
V České republice, která nemá dostatečně rozvinutý kapitálový trh, je těžké stanovit náklady na vlastní kapitál. Český kapitálový trh není dostatečně likvidní a existuje na něm určitá volatilita akciových indexů, proto byly náklady vlastního kapitálu vypočteny pomocí dat z kapitálového trhu Spojených států amerických. Profesor Damodaran vyčísľuje rizikové přírážky, které byly nutné k výpočtu modelu oceňování kapitálových aktiv.

Na obrázku 3 je zobrazen vývoj nákladů na vlastní kapitál (r_e) pomocí alternativního modelu CAPM a vývoj nákladů na vlastní kapitál (r_e) pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

V roce 2010 a 2011 lze na obrázku pozorovat největší přiblížení nákladů na vlastní kapitál obou porovnávaných metod a současně jsou oba tyto roky ve znamení poklesů nákladů na vlastní kapitál obou vyjádření. Od roku 2011 – 2012 je r_e podle modelu CAPM ve znamení nárůstu a od roku 2012 jeho hodnota klesá. Právě naopak je tomu u stavebnicového modelu, kde náklady na vlastní kapitál od roku 2011 – 2013 klesají a následně od roku 2013 rostou až na hodnotu 10,57 % - v roce 2014. Vysoká hodnota WACC v roce 2014 narostla zejména díky vysoké rizikové přírážce za podnikatelské riziko, ve kterém se hodnota EBITu výrazně snížila oproti roku 2013 v důsledku snížení výnosů z běžné činnosti.

Hodnota r_e 10,57 % byla třetí nejvyšší dosaženou hodnotou nákladů na vlastní kapitál za celé sledované období u obou srovnávaných metod. V tomto roce ovšem došlo k největšímu oddálení obou metod. Náklady na vlastní kapitál podle metody CAPM dosáhly v roce hodnoty 2014 7,77 %, což je o 2,8 procentních bodů méně než dosáhly v roce 2014 r_e podle stavebnicové metody.

Obrázek 3: Porovnání nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR v %



Zdroj: vlastní zpracování

8 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady kapitálu, které podnik získá formou dluhu, se vyjadřují pomocí úroku, které podnik musí zaplatit. Analyzovaný podnik využívá ke svému financování bankovní úvěry, ze kterých musí platit úroky. Finanční leasing podnik ke svému financování nevyužívá. Vyčíslení nákladů na cizí kapitál je značně jednodušší než výpočet nákladů na vlastní kapitál.

Nejpřesnější variantou pro vyjádření nákladů na cizí kapitál je smluvně sjednaná úroková sazba bankovního úvěru. Úroková sazba bankovních úvěrů, kterou používá analyzovaná společnost je odvozena od úrokové míry PRIBOR 1M, ke které se připočte riziková přírážka, která byla stanovena ve výši 1,6 %.

Úroková sazba PRIBOR 1M byla převzata z internetového portálu www.kurzy.cz a hodnota rizikové přírážky byla získána od vedení dané firmy. Abychom získali náklady na cizí kapitál, je třeba vzít v úvahu působení daňového štítu, tzn., hodnotu nominální úrokové sazby z úvěru zdaníme sazbou daně příjmů.

Tabulka 8: Náklady dluhu v %

	2010	2011	2012	2013	2014
PRIBOR 1M (k 31.12)	1 %	0,94 %	0,33 %	0,29 %	0,25 %
Riziková přírážka	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Nominální úroková sazba z úvěrů	2,6 %	2,54 %	1,93 %	1,89 %	1,85 %
Náklady dluhu	2,11 %	2,06 %	1,56 %	1,53 %	1,50 %

Zdroj: KURZY, vlastní zpracování

Na první pohled je patrné, že podnik je finančně silný a pracuje s velmi nízkými náklady dluhu. Vývoj nákladů dluhu má za sledované období klesající tendenci v závislosti na úrokové míře PRIBOR 1M. Riziková přírážka byla za všechna období na úrovni 1,6 %. Od roku 2010 -2014 klesla úroková míra PRIBOR 1M až na ¼ hodnoty, které dosahovala v roce 2010. Souhrnně náklady dluhu za období 2010 – 2014 klesly o 0,61 procentních bodů.

9 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál pomocí modelu CAPM

Vážené průměrné náklady kapitálu lze definovat jako vážený aritmetický průměr nákladů jednotlivých druhů kapitálu, kde váhou je podíl kapitálu na celkovém kapitálu. Pro stanovení WACC metodou CAPM je pro náklady vlastního kapitálu (r_e) použit výsledek z tabulky 1: Stanovení nákladů vlastního kapitálu r_e metodou CAPM v % a pro náklady cizího kapitálu je použit výsledek z tabulky číslo 8 – Náklady dluhu. Pro výpočet vážených nákladů kapitál je počítáno se strukturou kapitálu k počátku období. Vážené průměrné náklady na kapitál se vypočítají podle vztahu 4.9.

Tabulka 9: Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál WACC metodou CAPM v %

	2010	2011	2012	2013	2014
N_{CK}	2,11	2,06	1,56	1,53	1,50
N_{VK}	11,06	8,97	9,92	8,67	7,77
CK/C	0,22	0,23	0,20	0,16	0,16
VK/C	0,78	0,77	0,80	0,84	0,84
WACC	9,00	7,28	8,20	7,48	6,74

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

V roce 2010 dosáhly WACC nejvyšší vykázané hodnoty za sledované období a to 9 %. Ke snížení WACC došlo v roce 2011 o 1,72 procentních bodů a následně v roce 2012 vzrostly na hodnotu 8,2 %. V roce 2013 byl vykáván meziroční pokles WACC o 0,72 procentních bodů. V roce 2014 klesly WACC na nejnižší vykázanou hodnotu sledované období na 6,74 %, což je o 0,74 procentních bodů méně než hodnota, kterou dosáhly v roce 2013. Celkově se WACC od roku 2010 do roku 2014 snížily o 2,26 procentních bodů.

9.1 Porovnání WACC alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem v %

Celkové WACC vypočtené alternativním modelem CAPM byly v jednotlivých letech vždy pod úrovní 10 %. Tyto vážené náklady kapitálu v sobě zahrnují bezrizikovou úrokovou sazbu desetiletých státních dluhopisů Spojených států amerických, koeficient beta zadlužená násobený rizikovou přírážkou kapitálového trhu a rizikovou přírážku země.

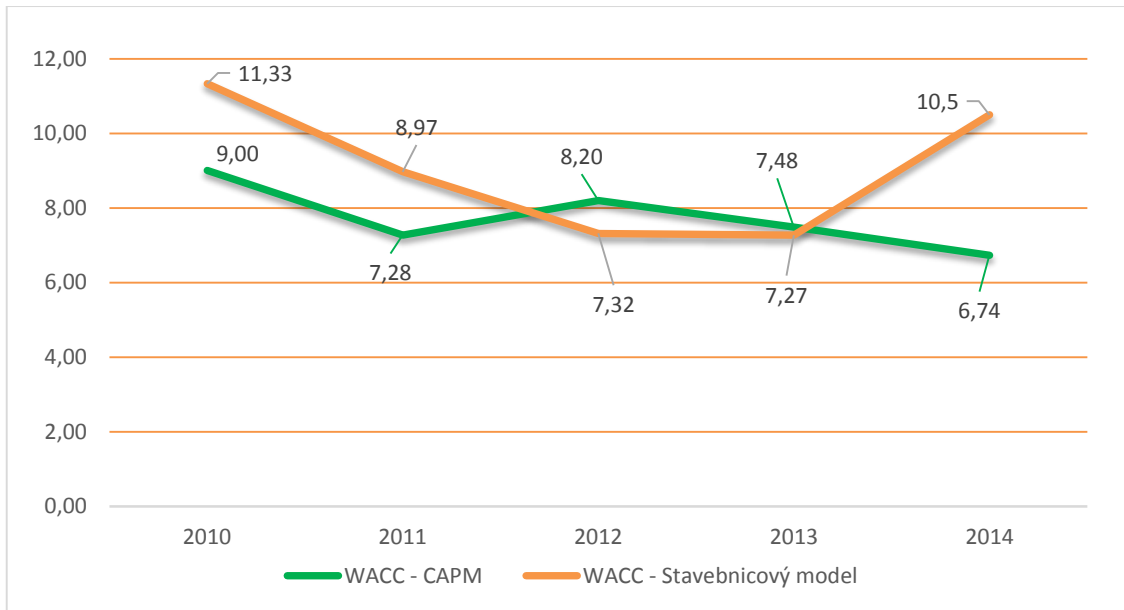
Pomocí stavebnicové metody jsou WACC dány součtem bezrizikové úrokové sazby za kterou je v podmínkách České republiky považován výnos 10 letých státních dluhopisů, rizikové přírážky za velikost podniku, rizikové přírážky za podnikatelské riziko, rizikové přírážky za finanční stabilitu a rizikové přírážky za finanční strukturu. Riziková přírážka za velikost podniku dosahuje ve všech letech vysoké hodnoty rizikové přírážky a je v rozmezí 4,91 % - 4,96 %. Bezriziková úroková sazba se pohybuje od 1,58 - 3,79 %. Z toho vyplývá, že vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) budou vždy vyšší než 6,49 %. Riziková přírážka za finanční stabilitu a za finanční strukturu byla vždy nulová a to znamená, že analyzovaná společnost je likvidní a dokáže splácet úroky. Riziková přírážka za podnikatelské riziko se mění v závislosti na EBITu a odhadu úrokové míry.

Na obrázku 4 je znázorněn vývoj WACC pomocí stavebnicové metody a alternativního modelu CAPM.

Z obrázku je patrné, že od roku 2010 do roku 2011 značně klesají obě hodnoty WACC. Od rok 2011 - 2012 se oba WACC vyvíjejí protichůdně. Od roku 2011 – 2012 WACC podle alternativního modelu CAPM rostou na hodnotu 8,2 %, WACC podle stavebnicového modelu klesají na hodnotu 7,32 %. Rok 2013 je ve znamení meziročních poklesů obou vyjádření WACC, kde podle alternativního modelu CAPM došlo k meziročnímu snížení o 0,72 procentních bodů a podle stavebnicového modelu došlo pouze k nepatrnému meziročnímu poklesu o 0,05 procentních bodů.

Od roku 2013 došlo k výraznému nárůstu WACC podle stavebnicového modelu, kde se WACC meziročně zvýšily o 3,23 procentních bodů v důsledku vysoké rizikové přírážky za podnikatelské riziko. Podle alternativního modelu CAPM se WACC snížily na 6,74 %, tj. na nejnižší dosaženou hranici za sledované období.

Obrázek 4: Porovnání vážených průměrných nákladů na kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR v %



Zdroj: vlastní zpracování

10 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

V této části bude nejdříve vypočtena ekonomická přidaná hodnota metodou entity, při které je nutné upravit účetní data na ekonomická data – tzn. určit operační aktiva NOA, čistý zisk z operační činnosti NOPAT a vymežit WACC. Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty entity budou využity oba výsledky výpočtu WACC, jednak WACC s použitím modelu CAPM a WACC pomocí stavebnicové metody.

Následně bude vypočtena ekonomická přidaná hodnota metodou equity, pro jejíž stanovení je nutné znát rentabilitu vlastního kapitálu a alternativní náklad na vlastní kapitál. Alternativní náklad na vlastní kapitál byl již vypočten v tabulce číslo 7. Tyto varianty výpočtu budou mezi sebou porovnány a graficky znázorněny.

10.1 Výpočet ekonomické přidané hodnoty metodou entity

V této kapitole budou vymezena operační aktiva NOA – která slouží pouze k hlavní činnosti podniku. Tyto aktiva neodpovídají hodnotě aktiv z rozvahy. Abychom dosáhli hodnoty čistých operačních aktiv, je nutné provést opravu v aktivech, tzn. vyloučit aktiva, která se nepodílí na hlavní činnosti podniku, poté aktivovat položky, které do rozvahy patří, avšak v aktivech nejsou zahrnuty a poté aktiva v rozvaze snížit o neúročený cizí kapitál. Následně bude vymezen čistý zisk z operační činnosti NOPAT současně s novou výší vypočtené daně z příjmů.

Ekonomická přidaná hodnota entity byla vypočtena pomocí vzorce 4.10, u které je možné využití vztahu s položkou „Capital“, nebo s položkou „NOA,“. Rozdíl však nastává ve vyčíslení WACC. Ekonomická přidaná hodnota entity bude vypočtena jednak s použitím WACC vypočtené podle modelu CAPM (vztah EVA ENTITY 1), tak i WACC vypočtené pomocí stavebnicového modelu (vztah EVA ENTITY 2).

10.1.1 Vyloučení neoperačních aktiv

Důležité je identifikovat jaká aktiva mají operační charakter a jsou nezbytná pro hlavní výdělečnou činnost podniku. Mezi provozně nepotřebná aktiva lze zařadit finanční majetek v případě, že má charakter strategické rezervy, finanční investice, které mají portfoliový charakter, kumulované neobvyklé zisky nebo ztráty, poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek, nedokončené investice, nedobytné pohledávky či jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti – např. pronajaté pozemky, nevyužité pozemky.

Analyzovaná společnost neviduje kumulované neobvyklé zisky nebo ztráty, a finanční investice. Krátkodobý finanční majetek není nutné opravovat vzhledem k nízké hodnotě ukazatele hotovostní likvidity, který je vždy nižší než 0,5. Veškeré své pozemky a budovy využívá k hlavní výdělečné činnosti. Z aktiv budou vyloučeny nedokončené investice, nedobytné pohledávky a poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek.

Nedokončené investice

V období 2010 – 2014 společnost v rozvaze vykázala nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Toto dlouhodobé aktivum se doposud nepodílelo na tvorbě výsledku hospodaření, a je známo, že po jeho dokončení bude využito k hlavní činnosti podniku. Hodnotu nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku je nutné z NOA vyloučit.

Nedobytné pohledávky

Nedobytná pohledávka je taková pohledávka, ze které byl zachycen výnos ve výsledku hospodaření, avšak ve skutečnosti neproběhlo peněžní plnění od odběratele. Hodnotu nedobytných pohledávek je nutné z NOA vyloučit. Analyzovaný podnik ve všech posuzovaných letech evidoval nedobytné pohledávky po lhůtě splatnosti delší než 181 dní.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý majetek

Společnost evidovala poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek pouze v roce 2013 ve výši 81 tis. Kč. Tato částka bude z aktiv za rok 2013 vyloučena.

Tabulka 10: Úprava aktiv o neoperační aktiva (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Nedokončené investice	8540	5039	4940	1347	1143
Nedobytné pohledávky	1642	1402	1884	2745	2787
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	81	0
Neoperační aktiva celkem	10182	6441	6824	4173	3930
Úprava v aktivech	-10182	-6441	-6824	-4173	-3930

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

10.1.1.1 Aktivace v rozvaze nevykazovaných aktiv

Jedná o aktivaci položek, které podnik využívá ke své výdělečné činnosti, avšak tyto položky nejsou v rozvaze uvedeny. Jedná se o leasing, oceňovací rozdíl u dlouhodobého majetku, goodwill, tiché rezervy, náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky.

Oprava bude provedena pouze u aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky. Jednou z nejdůležitějších položek v této oblasti jsou náklady na výzkum a vývoj. V účetních výkazech jsou tyto náklady zaznamenány ve výkazu zisku a ztráty, avšak jejich předpokládaný účinek je ve formě nehmotného aktiva. Analyzovaná společnost vykázala v letech 2010 - 2014 náklady na vývojové zakázky, tj. na vývoj nových výrobků a jejich účinek předpokládá v roce, kdy byly vynaloženy a dva roky následující. Náklady se vyčíslí odpisem jedné třetiny pro jednotlivý rok. V aktivech bude aktivována hodnota rozdílu mezi kumulovanými náklady (PC) a kumulovanými odpisy (oprávky). V pasivech bude úprava provedena v tzv. ekvivalentech vlastního kapitálu. Oprava bude také provedena ve výsledku hospodaření za běžnou činnost, která spočívá v záměně původního nákladu s předpokládaným dlouhodobým účinkem s celkovým odpisem pro daný rok.

Tabulka 11: Úprava aktiv o aktivaci nákladů na vývojové zakázky (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Náklady na nové zakázky	2941	4195	3307	2163	3040
Odpis - náklad z roku 2010	980	980	981		
Odpis - náklad z roku 2011		1398	1398	1398	
Odpis - náklad z roku 2012			1102	1102	1102
Odpis - náklad z roku 2013				721	721
Odpis - náklad z roku 2014					1013
Odpis celkem	980	2378	3481	3221	2836
Kumulované náklady (PC)	2941	7136	10443	12606	15646
Kumulované odpisy (oprávky)	980	3358	6839	10060	12896
Aktivované náklady (PC-oprávky)	1961	3778	3604	2546	2750
Úprava v aktivech	1961	3778	3604	2546	2750
Úprava ve VH za běžnou činnost	1961	1817	-174	-1058	204

Zdroj: vlastní zpracování

10.1.1.2 Neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutno snížit o pasiva, která jsou úročena. Mezi tato pasiva patří krátkodobé závazky, rezervy mající tvar skutečných závazků, pasivní položky časového rozlišení, dlouhodobé závazky neúročené. Pasiva se upraví o krátkodobé závazky, dlouhodobé závazky neúročené - odložený daňový závazek a časové rozlišení pasiv. Rezervy společnost neviduje. Úprava, která byla provedena v aktivech, je zobrazena v tabulce 12. Kompletní dopady do majetkové struktury jsou zobrazeny v tabulce číslo 13.

Tabulka 12: Úprava aktiv o neúročený cizí kapitál (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobé závazky	24635	16967	15974	17614	18360
Odložený daňový závazek	2781	2231	1662	1754	1892
Časové rozlišení pasiv	5	6	6	22	532
Neúročený cizí kapitál celkem	27421	19204	17642	19390	20784
Úprava v aktivech	-27421	-19204	-17642	-19390	-20784

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Tabulka 13: Vyčíslení čistých operačních aktiv (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek	54355	66043	61599	65828	66938
DNM	1998	3820	3636	3622	3439
DHM	52357	62223	57963	62206	63499
ČPK	57040	57082	60999	61902	62412
Zásoby	45434	41519	41814	48750	47992
Pohledávky	29275	29810	28715	28196	25768
Krátkodobý finanční majetek	9074	4487	7574	3698	8840
Časové rozlišení	678	470	538	648	596
Neúročený cizí kapitál	-27421	-19204	-17642	-19390	-20784
NOA	111395	123125	122598	127730	129350

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

U dlouhodobého nehmotného majetku byla navýšena jeho hodnota o aktivované náklady s předpokládanými dlouhodobými účinky na nové výrobky. Dlouhodobý hmotný majetek byl v jednotlivých letech snížen o hodnotu nedokončených investic a navíc v roce 2013 byl snížen o poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek ve výši 81 tis. Kč. Pohledávky byly sníženy v každém sledovaném roce o hodnotu nedobytných pohledávek a čistý pracovní kapitál (ČPK) byl snížen o neúročený cizí kapitál financovaný ve formě krátkodobých závazků, časového rozlišení pasiv a odloženého daňového závazku.

Čistá operační aktiva se v jednotlivých letech postupně meziročně zvyšovala, až na rok 2012, ve kterém došlo k nepatrnému poklesu čistých operačních aktiv. Celkově se za sledované období čistá operační aktiva zvýšila o 17 955 tis Kč, tj. o 16,12 %.

V rozvaze se musí všechny úpravy na straně aktiv, z důvodu zachování bilanční rovnosti, projevit v rozvaze na straně pasiv. Také je to nutné pro stanovení položky Capital.

Ve zdrojích financování byla vytvořena vyrovnávající položka ekvivalenty vlastního kapitálu, která zahrnuje aktivované náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky na nové výrobky snížené o hodnotu nedokončených investic, poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný majetek a o nedobytné pohledávky. V cizích zdrojích jsou zahrnuty pouze bankovní úvěry a výpomoci. Časové rozlišení pasiv, krátkodobé závazky a odložený daňový závazek byly již odečteny z rozvahy. Vyčíslení Capital je v tabulce číslo 14.

Tabulka 14: Vymezení Capital (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Vlastní kapitál	104787	113597	117405	123660	126064
Základní kapitál	140	140	140	140	140
Kapitálové fondy	-130	-130	-130	-130	-130
Rezervní fondy	45	45	45	45	45
VH minulých let	108780	111953	115004	118970	123632
VH běžného účetního období	4173	4252	5566	6262	3557
Ekvivalenty vlastního kapitálu	-8221	-2663	-3220	-1627	-1180
Cizí zdroje	6608	9528	5193	4070	3286
Bankovní úvěry	6608	9528	5193	4070	3286
C	111395	123125	122598	127730	129350

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

10.1.2 Vymezení NOPAT

K dosažení ekonomické přidané hodnoty je nutné upravit i výsledek hospodaření. Při úpravách, které vedou k dosažení čistého zisku z operační činnosti, je doporučováno vycházet z výsledku hospodaření za běžnou činnost před zdaněním a tu upravit o následující položky.

Z finančních nákladů vyloučíme placené úroky (přičteme je zpět k VH) včetně implicitních úroků obsažených v leasingových splátkách. Společnost neeviduje leasing a u bankovních úvěrů se vychází z nákladových úroků placených podnikem.

Vyloučíme mimořádné položky, které se svou výší nebudou opakovat (např. prodej dlouhodobého majetku, odstupné pro zaměstnance, rozpuštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku, atd.). V tomto případě vyloučím pouze výsledek hospodaření, který se týká prodeje dlouhodobého hmotného majetku z výkazu zisku a ztráty jako rozdíl mezi tržbami za prodej dlouhodobého hmotného majetku a materiálu a jeho zůstatkovou cenou.

Vynaložené náklady na nové zakázky s předpokládanými dlouhodobými účinky budou k výsledku hospodaření zpět připočteny a následně budou odečteny celkové odpisy pro daný rok.

Tabulka 15: Vyčíslení nového upraveného výsledku hospodaření z běžné činnosti (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
VH za běžnou činnost před zdaněním	5041	5303	6847	7598	4290
Nákladové úroky	649	523	325	276	316
Prodej DHM	-1177	-2448	-1682	-1797	-1230
Náklady na nové zakázky	2941	4195	3307	2163	3040
Odpisy	-980	-2378	-3481	-3221	-2836
VH z běžné činnosti před zdaněním - upravený	6474	5195	5316	5019	3580

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Rozdíl mezi upraveným výsledkem hospodaření z běžné činnosti před zdaněním a původním výsledkem hospodaření z běžné činnosti před zdaněním je v tabulce 16 zdaněn dle platné sazby daně z příjmů, sazbou 19 % za všechna období. Výsledný NOPAT bude vypočten jako VH z běžné činnosti před zdaněním - upravený a od něj bude odečtena původně placená daň a dodatečně vypočtená daň.

Tabulka 16: Vyčíslení NOPAT (v tis Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
VH z běžné činnosti před zdaněním - původní	5041	5303	6847	7598	4290
VH z běžné činnosti před zdaněním- upravený	6474	5195	5316	5019	3580
Rozdíl (VH upravený – VH původní)	1433	-108	-1531	-2579	-710
Původně placená daň	868	1051	1281	1336	733
Dodatečně vypočtená daň	272	-21	-291	-490	-135
NOPAT	5334	4165	4326	4173	2982

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Čistý zisk z operační činnosti od roku 2010 do roku 2014 postupně meziročně klesá až na rok 2012, ve kterém došlo meziročně k nárůstu NOPAT o 161 tis. Kč. Nejvyššího operačního zisku bylo dosaženo v roce 2010, nejnižšího však v roce 2014. Celkově NOPAT za sledované období poklesl o 2352 tis. Kč, tj. o 44 %.

V tabulce 17 je vypočtena EVA entity podle vztahu 4.10. Pro výpočet EVA entity (1), byla vyčíslena hodnota NOA z tabulky 13, NOPAT z tabulky 16 a WACC z tabulky 9 kde WACC (1) byly stanoveny podle alternativního modelu CAPM.

Pro výpočet EVA entity (2) byla použita NOA z tabulky 13, NOPAT z tabulky 16 a WACC (2) z tabulky 6, kde WACC byly stanoveny pomocí stavebnicové metody.

Tabulka 17: Výpočet ukazatele EVA entity (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
NOA	111395	123125	122598	127730	129350
NOPAT	5334	4165	4326	4173	2982
WACC - CAPM (1) v %	9,00	7,28	8,20	7,48	6,74
WACC - Stavebnicový model (2) v %	11,33	8,97	7,32	7,27	10,50
EVA entity (1)	-4695	-4795	-5732	-5386	-5731
EVA entity (2)	-7287	-6880	-4648	-5113	-10600

Zdroj: vlastní zpracování

Analyzovaná společnost za celé sledované období nedosáhla kladné hodnoty ukazatele EVA entity, a tudíž nevytvářela hodnotu pro své vlastníky. I přesto že společnost vykazovala v jednotlivých letech kladného čistého operačního zisku z provozní činnosti, nebylo ho dosaženo tolik, aby byla ekonomická přidaná hodnota kladná. Nejhorší ekonomické přidané hodnoty entity (1) dosáhla společnost v roce 2012 současně s rokem 2014, a EVA entity (2) v roce 2014. Přes pozvolný nárůst NOA bylo v tomto roce dosaženo nejnižšího čistého zisku z operační činnosti podniku za sledované období. EVA entity (1) dosáhla v roce 2014 oproti roku 2010 ekonomické ztráty ve výši 1036 tis. Kč a EVA entity (2) ve výši 3313 tis. Kč. Společnost tedy za celé sledované období, tj. 2010 – 2014 nevytvořila ekonomický zisk, ovšem NOPAT byl vždy kladný.

10.2 Výpočet ekonomické přidané hodnoty metodou equity

Výpočet ekonomické přidané hodnoty metodou equity byl proveden podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, které variantu equity používá ke každoročnímu hodnocení podniků v odvětví. Tento způsob výpočtu je určený pro externí analytiky, kteří nemají interní údaje podniku k dispozici. EVA equity se vypočítá podle vztahu 4.12. K výpočtu je nutné znát hodnotu rentability vlastního kapitálu, která se vypočítá podle vztahu 4.11 a hodnotu alternativního nákladu na vlastní kapitál (r_e), která

byla převzata z tabulky 7. Rentabilita vlastního kapitálu je vypočtena v tabulce 18 a EVA equity v tabulce 19.

Tabulka 18: Rentabilita vlastního kapitálu v %

	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý zisk (EAT) v tis. Kč	4173	4252	5566	6262	3557
Vlastní kapitál v tis. Kč	113008	116260	120625	125287	127244
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) v %	3,69	3,66	4,61	5,00	2,80

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Rentabilita vlastního kapitálu je na nízké úrovni a to znamená, že vlastníci dosahují pouze nízkého výnosu. Nejvyšší výnosnost vlastního kapitálu byla zaznamenána v roce 2013, kde ROE bylo na úrovni 5 %. Od roku 2010 do roku 2013 docházelo současně k nárůstu čistého zisku a současně i k nárůstu vlastního kapitálu. To se projevilo následně v nárůstu rentability vlastního kapitálu. Nejnižší výnosnost vlastního kapitálu byla dosažena v roce 2014, kde sice vzrostla hodnota vlastního kapitálu, ovšem čistý zisk meziročně poklesl o 43 %. Proto došlo meziročně i k poklesu ROE o 2,2 procentních bodů.

Tabulka 19: Výpočet ukazatele EVA equity (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	3,69	3,66	4,61	5,00	2,80
r_e	11,53	9,34	7,42	7,33	10,57
Vlastní kapitál	113008	116260	120625	125287	127244
EVA equity	-8854	-6608	-3381	-2919	-9893

Zdroj: zdroje podniku, vlastní zpracování

Společnost ve sledovaných letech dosahovala záporné hodnoty EVA equity a nevytvářela tak hodnotu pro vlastníky. Nejmenší ekonomická ztráta byla touto metodou dosažena v roce 2013 v důsledku nejnižšího alternativního nákladu na vlastní kapitál, ve výši -2919 tis. Kč. Během následujícího roku ekonomická ztráta více rostla. Nejhoršího výsledku ekonomické přidané hodnoty bylo dosaženo v roce 2014 a to -9893 tis. Kč v důsledku nejnižší hodnoty výnosnosti vlastního kapitálu 2,8 % a jednak v důsledku vysoké hodnoty alternativního nákladu na vlastní kapitál ve výši 10,57 %. Celkově za sledované období došlo k nárůstu ekonomické ztráty ve výši 1039 tis. Kč. Aby ekonomická přidaná hodnota firmy vzrostla, pak by výnosnost vlastního kapitálu (ROE) musela převyšovat alternativní náklad tohoto kapitálu (r_e) neboli požadovanou výnosnost odpovídající srovnatelnému riziku.

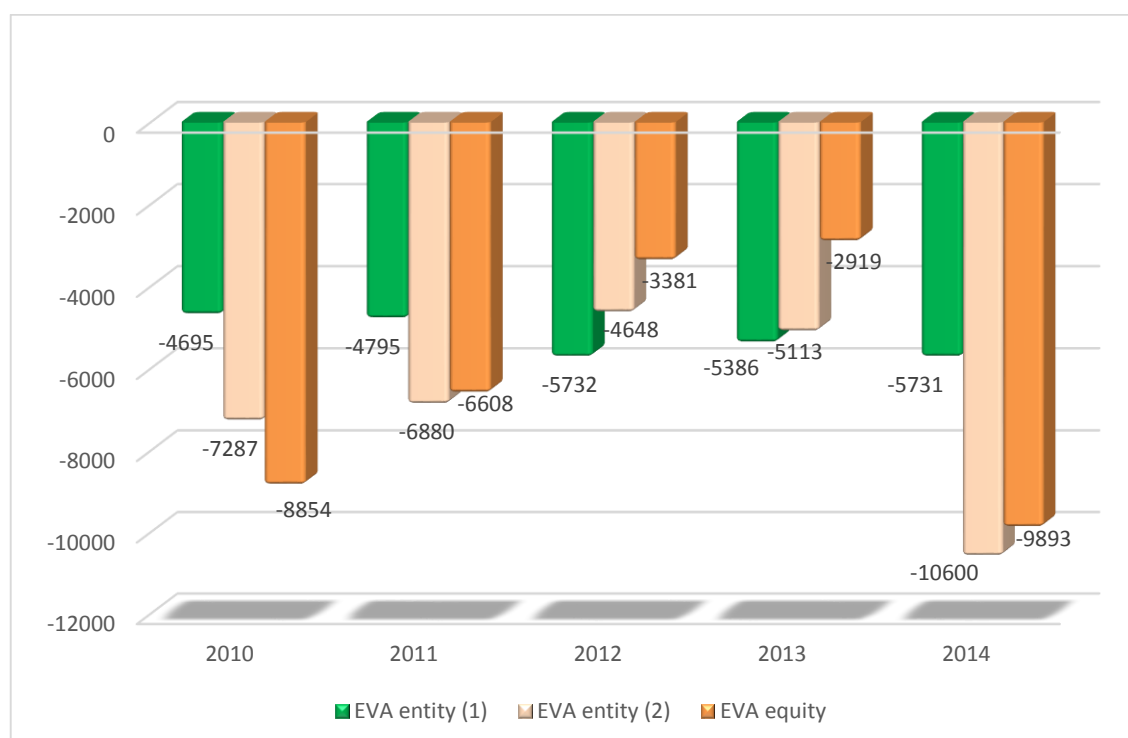
10.3 Porovnání ukazatele EVA entity a ukazatele EVA equity

Ekonomická přidaná hodnota byla v předchozích kapitolách vypočtená metodou entity (1), metodou entity (2) a metodou equity a nyní budou tyto 3 varianty výpočtu porovnány. Rozdíly mezi těmito 3 variantami jsou značné a způsobené především odlišným způsobem jejich výpočtu. Na obrázku 5 lze pozorovat 3 varianty vyjádření ekonomické přidané hodnoty.

Ekonomická přidaná hodnota, která byla vypočtena metodou entity, je dána rozdílem čistého zisku z operační činnosti po zdanění a součinem čistých operativních aktiv a vážených průměrných nákladů kapitálu WACC. Vychází se přitom z účetních dat, které byly transformovány na data ekonomická související s hlavní činností podniku. WACC (1) zde byly stanoveny pomocí modelu CAPM. WACC (2) byly stanoveny podle stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

Ekonomická přidaná hodnota vypočtená variantou equity má 2 základní veličiny – čistý zisk po zdanění a vlastní kapitál, které byly získány z účetních výkazů a nebyly nijak upraveny. Alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e) byl stanoven pomocí stavebnicového modelu podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.

Obrázek 5: Porovnání ukazatele EVA entity (1), EVA entity (2) a ukazatele EVA equity (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

U všech 3 variant výpočtu lze za sledované období pozorovat záporné hodnoty, to znamená, že období 2010 – 2014 je ve znamení ekonomické ztráty i ničení hodnoty pro vlastníky.

Účetní model EVA equity dosahuje extrémních záporných hodnot v letech 2010 a 2014. V těchto letech převyšoval alternativní náklad na vlastní kapitál (r_e) hodnotu 10,5 % oproti rokům ostatním, například v roce 2013 byl alternativní náklad na vlastní kapitál stanoven ve výši 7,33 % a ukazatel EVA equity dosáhl nejmenší ekonomické ztráty - 2919 tis. Kč. Za sledované období 2010 – 2014 došlo k nárůstu ekonomické ztráty o 1093 tis. Kč. Při výpočtu se vychází z dat, která nejsou upravena tak, aby prezentovala pouze výsledky hlavní činnosti, bez nahodilých neopakujících se jevů.

Ekonomický model EVA entity je vhodnějším způsobem, protože se při výpočtu vychází z upravených dat, která vyjadřují podnikovou realitu.

EVA entity (1) dosahovala v jednotlivých letech přibližně stejného tempa. V letech 2010 – 2012 ekonomická ztráta narůstá. Nejvyšší ekonomické ztráty bylo dosaženo právě v roce 2012 – 5732 tis. Kč. V roce 2013 došlo k poklesu ekonomické ztráty o 346 tis. Kč. Rok 2014 je ve znamení nárůstu ekonomické ztráty o 345 tis. Kč v důsledku snížení NOPAT o 1191 tis. Kč. Celkově se ekonomická ztráta za období 2010 - 2014 zvýšila o 1036 tis. Kč.

Od roku 2010 – 2012 se ekonomická ztráta (2) snižovala a od roku 2012 ovšem narůstá. EVA entity (2) je v roce 2014 ve znamení nejvyššího meziročního nárůstu ekonomické ztráty o 5487 tis. Kč a to v důsledku vysokého alternativního nákladu na vlastní kapitál (r_e) a nízké hodnoty NOPAT. NOPAT zde meziročně poklesl o 28,5 %. Za sledované období 2010 – 2014 se ekonomická ztráta narostla o 3313 tis. Kč.

11 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ

Cílem této diplomové práce bylo zjistit cenu jednotlivých složek podnikového kapitálu a posoudit přístupy k nákladům na kapitál včetně jejich vlivu na měřítko výkonnosti podniku.

Náklady na vlastní kapitál byly v této práci stanoveny dvěma způsoby a to pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv, modelu CAPM a podle stavebnicové metody Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Náklady na vlastní kapitál stanovené pomocí modelu CAPM za období 2010 – 2014 postupně klesaly, až na rok 2012, ve kterém došlo k 0,95 procentnímu nárůstu v důsledku vyšší hodnoty koeficientu beta zadlužená a vyšší rizikové prémie trhu. Sektor nábytkového a stavebního kování je v letech 2010 – 2012 velmi citlivý na vývoji celkové ekonomiky, protože koeficient beta nezadlužená přesahuje hodnotu 1. Od roku 2013 – 2014 se citlivost vývoje předmětu podnikání na celkovém trhu snižuje. U dané společnosti se zadluženost v jednotlivých letech postupně snižuje a koeficient beta postupně klesá – až na rok 2012, kde došlo k mírnému nárůstu. Nejvyšší hodnoty dosáhly náklady na vlastní kapitál v roce 2010 v důsledku vysoké bezrizikové úrokové sazby a vysoké hodnotě koeficientu beta zadlužená. Celkově se náklady na vlastní kapitál za sledované období snížily o 3,29 procentních bodů a nepřesáhly 11,06 %.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál (r_e) podle stavebnicové metody, bylo nutné nejdříve zjistit průměrné náklady kapitálu WACC a následně náklady na vlastní kapitál dopočítat. Vážené průměrné náklady kapitálu jsou součtem bezrizikové úrokové sazby a dílčích rizikových přírážek. Ve všech sledovaných letech riziková přírážka za velikost podniku dosahovala téměř maximální hranice, která je stanovena na 5 %. Nejvyšší hodnoty 4,01 % dosahovala riziková přírážka za podnikatelské riziko v roce 2014, zisk před zdaněním a úroky zde meziročně klesl o 3268 tis. Kč., tj. o téměř 42 %. Nejvyšší nárůst zisku před zdaněním a úroky byl zaznamenán v roce 2012, kde došlo k meziročnímu nárůstu o 1346 tis. Kč, tj. o 23 % a v tomto roce byla nejnižší hodnota rizikové přírážky 0,08 %. Riziková přírážka za finanční stabilitu byla ve všech letech nulová, tzn., nevzniká zde riziko, že podnik nebude schopen splácet své finanční závazky. Podnik nemá ani problém splácet úroky. Hodnota úrokového krytí je vysoká, vždy vyšší než 3 a tudíž riziková přírážka je za všechna období nulová.

V období 2010 - 2013 náklady na vlastní kapitál postupně klesaly až na hodnotu 7,33 % (rok 2013). V tomto roce byly WACC nejnižší oproti rokům ostatním. V důsledku meziročního nárůstu WACC dosáhly náklady na vlastní kapitál v roce 2014 hodnoty 10,57 % a WACC meziročně narostly o 3,24 procentních bodů. Souhrnně se náklady na vlastní kapitál za období 2010 - 2014 snížily o 0,96 procentních bodů a nepřesáhly hodnotu 11,53 %.

Obě uvedené metody stanovení nákladů na vlastní kapitál vykazovaly od roku 2010 – 2011 klesající tempo. Náklady na vlastní kapitál podle stavebnicového modelu postupně klesaly až do roku 2013, zatímco náklady na vlastní kapitál podle modelu CAPM vzrostly následně v roce 2012 na hodnotu 9,92 % a vzápětí se v roce 2013 snížily na 8,67 %, v roce 2014 dokonce na hodnotu 7,77 %. Náklady na vlastní kapitál se podle stavebnicového modelu v roce 2014 díky vysokému poklesu EBITu vyšplhaly na hodnotu 10,57 %. V tomto roce byla stanovena vysoká riziková přírážka za podnikatelské riziko 4,01 % a EBIT zde meziročně poklesl o téměř 42 %. Rok 2014 je ve znamení nejvyššího oddálení obou uvedených metod vyjádření nákladů na vlastní kapitál. Obě metody se od sebe oddálily o 2,8 procentních bodů (v roce 2012 pouze o 2,57 procentních bodů).

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny na základě smluvně sjednané úrokové sazby bankovního úvěru, za kterou byly dané společnosti krátkodobé bankovní úvěry úročeny s přičtením rizikové přírážky. Z výsledků je patrné, že podnik je finančně silný a pracuje s nízkými náklady dluhu, které za období 2010 – 2014 nepřevyšují hodnotu 2,11 %. Od roku 2010 dochází k postupnému snižování nákladů dluhu až na hodnotu 1,5 % (v roce 2014). Celkově za sledované období se náklady dluhu snížily o 0,61 procentních bodů.

Z hlediska výpočtu nákladů na kapitál bych spíše doporučila jako nejvhodnější koncept stavebnicový model, protože je založen na co možná nejúplnějším zobrazení konkrétních rizikových faktorů podniku. Tato rizika mohou nabývat odlišných vah důležitosti, a proto byly ohodnoceny rozdílným stupněm rizika. Stavebnicová metoda velmi dobře vystihuje vnitřní riziko podniku.

Náklady na vlastní a cizí kapitál byly nezbytnou součástí pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu WACC. WACC byly stanoveny pomocí modelu CAPM i pomocí stavebnicové metody.

WACC stanovené podle modelu CAPM závisely jednak na výsledcích nákladů vlastního kapitálu a nákladu dluhu a jednak na struktuře vlastního a cizího kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu. V roce 2010 byla hodnota WACC na úrovni 9 % - nejvyšší vykázaná hodnota za sledované období. V roce 2011 WACC poklesly na 7,28 %, což je meziroční pokles o 1,72 procentních bodů a následně v roce 2012 WACC dosáhly hodnoty 8,2 %. Od roku 2012 WACC postupně klesají, v roce 2013 poklesly meziročně o 0,72 procentních bodů a v roce 2014 klesla jejich hodnota na 6,74 %. Celkově se WACC od roku 2010 – 2014 snížily o 2,26 procentních bodů. WACC stanovené pomocí stavebnicové metody jsou jednou z determinant nutných pro stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál. V důsledku vyšší bezrizikové úrokové sazby a vysoké rizikové přírážce za velikost podniku dosáhly WACC v roce 2010 nejvyšší hodnoty za sledované období 11,33 %. Od roku 2010 do roku 2013 WACC postupně klesají. Díky vysoké rizikové přírážce za podnikatelské riziko WACC v roce 2014 vzrostly na hodnotu 10,5 %. Celkově se WACC za sledované období snížily o 0,83 procentních bodů.

Od roku 2010 – 2011 klesají značně obě vyjádření WACC, avšak od roku 2011 – 2012 se hodnoty vyvíjejí protichůdně, WACC podle modelu CAPM vzrostly na hodnotu 8,2 %, WACC podle stavebnicového modelu klesly na hodnotu 7,32 %. Rok 2013 je ve znamení meziročního snížení obou WACC, kde u WACC podle modelu CAPM došlo ke snížení o 0,72 procentních bodů a u WACC podle stavebnicového modelu došlo ke snížení pouze o 0,05 procentních bodů. Od roku 2013 se výrazně navýšila meziroční hodnota WACC podle stavebnicového modelu o 3,23 procentních bodů v důsledku vysoké rizikové přírážky za podnikatelské riziko. Podle modelu CAPM se WACC v roce 2014 snížily na nejnižší dosaženou hranici za sledované období, na 6,74 %, což je o 2,26 procentních bodů méně než byla dosažená hodnota v roce 2010.

Na základě vyjádření nákladů kapitálu byla zhodnocena výkonnost podniku pomocí moderního měřítka - ekonomické přidané hodnoty. Výsledek ekonomické přidané hodnoty entity ovlivnily tři hlavní složky: čistá operační aktiva - NOA, čistý zisk z operační činnosti podniku po zdanění – NOPAT a vážené průměrné náklady kapitálu – WACC. V těchto složkách proběhlo několik úprav účetních dat, které vedly k výpočtu dat ekonomických. EVA entity byla vypočtena dvěma způsoby, v nichž se lišil výpočet vyjádření WACC. EVA entity, u které bylo použito vyjádření WACC podle modelu CAPM dosahovala záporných hodnot a zároveň byla ničena hodnota pro vlastníky dané společnosti.

V roce 2010 byla zaznamenána ekonomická ztráta ve výši 4695 tis. Kč, tedy nejmenší ekonomická ztráta za sledované období. Největší ekonomická ztráta byla zaznamenána v roce 2012 ve výši 5732 tis. Kč a v roce 2014 ve výši 5731 tis. Kč. Ekonomická ztráta se v roce 2014 oproti roku 2010 navýšila o 1036 tis. Kč.

EVA entity, u které bylo použito vyjádření WACC podle stovebnicové metody, dosahovala extrémnějších záporných hodnot než EVA entity, u které bylo použito vyjádření WACC podle alternativního modelu oceňování kapitálových aktiv, v důsledku rozdílné hodnoty WACC. V roce 2010, 2011 a 2014 WACC (2) převyšovaly WACC (1) a proto i EVA entity (2) v těchto letech dosahovala výraznějších záporných hodnot než EVA entity (1). Nejmenší ekonomické ztráty bylo dosaženo v roce 2012 ve výši 4648 tis. Kč. V roce 2014 docházelo k ničení hodnoty pro vlastníky nejvíce a to ve výši 10600 tis. Kč v důsledku nízké hodnoty NOPAT a vysoké hodnoty WACC. V roce 2014 došlo k nárůstu ekonomické ztráty oproti roku 2010 o 3313 tis. Kč.

Ekonomická přidaná hodnota equity byla stanovena na základě účetních údajů, při jejímž stanovení se vycházelo z metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky. Ekonomickou přidanou hodnotu equity ovlivnily tři dílčí složky a to rentabilita vlastního kapitálu, alternativní náklad na vlastní kapitál a výše vlastního kapitálu. Za sledované období byla vždy ekonomická přidaná hodnota záporná. Za období 2010 – 2013 se ekonomická ztráta postupně snižovala a to jednak v důsledku rostoucí rentability vlastního kapitálu, až na rok 2011, ve kterém mírně poklesla, a současně s poklesem alternativního nákladu na vlastní kapitál. Jelikož alternativní náklad na vlastní kapitál v každém roce převyšoval rentabilitu vlastního kapitálu, nemohla samotná hodnota vlastního kapitálu pozitivně ovlivnit výši ekonomické přidané hodnoty equity. V roce 2014 byla vykázána nejvyšší ekonomická ztráta za sledované období, ve výši 9893 tis. Kč., v důsledku meziročního poklesu rentability vlastního kapitálu a meziročního nárůstu alternativního nákladu na vlastní kapitál. V roce 2014 došlo k nárůstu ekonomické ztráty oproti roku 2010 o 1093 tis. Kč.

Celkově lze zhodnotit finanční situaci podniku negativně. U všech tří variant výpočtu ekonomické přidané hodnoty společnost nevytvářela za období 2010 - 2014 ekonomický zisk a současně byla ve všech letech ničena hodnota pro vlastníky společnosti.

I. SUMMARY, KEYWORDS

This master thesis's aim was to determine the price of the individual components of the company's capital and to consider approaches to capital costs including their influence on the scale of the business performance.

The thesis is divided into two main parts. In the theoretical part I deal with the capital structure of property, theories of its optimization, approaches to cost calculation of the equity and foreign capital. Also the weighted averages costs of capital were described. Furthermore, the economic value added as a method of an evaluation of business performance was defined. In the practical part there are several basic information about the rated company defined in the introduction. In the next part of the thesis I detect the price of the individual components of the company's capital and I judge approaches to capital cost, including their impact on economic value added.

Overall financial situation of the business can be assessed negatively. In all three variations of calculating economic value added, the company didn't generate an economic profit within years 2010 – 2014 and it was simultaneously destroyed the value for business owner in all years.

Keywords: cost of equity, economic value added, weighted average cost of capital

JEL Classification: D20, D22, D24

II. SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- Block, S., & Hirt, G. (1992). *Foundations of financial management*. Boston: Vydavatelství Irwin.
- Brealey, R., A. M., & F, A. (2008). *Principles of corporate finance*. New York: Vydavatelství Mc Graw- Hill.
- Damodaran online (2010-2014)*. (online). Načteno z Data:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Fotr, J., & Souček, I. (2011). *Investiční rozhodování a řízení projektů*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Grünwald, R., & Holečková, J. (2006). *Finanční analýza a plánování*. Praha: Vydavatelství Oeconomica.
- Jindřichovská, I. (2013). *Finanční management*. Praha: Vydavatelství C. H. Beck.
- Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Vydavatelství C. H. Beck.
- Kislingerová, E. (2010). *Manažerské finance*. Praha: Vydavatelství C. H. Beck.
- Kislingerová, E., & Nový, I. (2005). *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: Vydavatelství C. H. Beck.
- Knápková, A., Pavelková, D., & Šteker, P. (2010). *Finanční analýza - komplexní průvodce s příklady*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- KurzyCZ*. (online). Načteno z Pribor 1M (úrokové sazby finančních trhů):
<http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/tabulka-2-urokove-sazby-financnich-trhu/pribor-1m/>
- Levy, H., & Sarnat, M. (1999). *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Marinič, P. (2014). *Hodnotový management ve finančním řízení*. Praha: Vydavatelství Wolters Kluwer, a.s.
- Mařík, M. (2004). *Metody oceňování podniku: Proces ocenění: Základní metody a postupy*. Praha: Vydavatelství Ekopress.
- Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Vydavatelství Ekopress.
- Maříková, P., & Mařík, M. (2005). *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Vydavatelství EKOPRESS, s.r.o.
- Maříková, P., & Mařík, M. (2007). *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Vydavatelství Oeconomica.

- Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky (2010-2014)*. (online). Načteno z Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2010-2014: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category236>
- Neumaierová, I. (2005). *Řízení hodnoty podniku, aneb, Nedělejme z podniku záhadu*. Praha: Vydavatelství: Profess Consulting.
- Neumaierová, I., & Neumaier, I. (2002). *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Nývltová, R., & Marinič, P. (2010). *Finanční řízení podniku*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Nývltová, R., & Režňáková, M. (2007). *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Režňáková, M. (2012). *Efektivní financování rozvoje*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Růčková, P., & Roubíčková, M. (2012). *Finanční management*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Sedláček, J. (2011). *Finanční analýza podniku*. Brno: Vydavatelství Computer Press, a.s.
- Scholleová, H. (2009). *Investiční controlling*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Synek, M., Dvořáček, J., Dvořák, J., Kislíngrová, E., & Tomek, G. (2011). *Manažerská ekonomika*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.
- Valach, J. (2010). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Vydavatelství Ekopress.
- Vilímová, A. (2001). *Manažerská ekonomika*. České Budějovice: Vydavatelství Jihočeská univerzita.
- Vochozka, M., Ezrová, H., Kafka, T., Mulač, P., Mulačová, V., & Opekarová, L. (2012). *Podniková ekonomika*. Praha: Vydavatelství Grada Publishing, a.s.

III. SEZNAM TABULEK, OBRÁZKŮ

Tabulka 1: Stanovení nákladů vlastního kapitálu r_e metodou CAPM v %	40
Tabulka 2: Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) v %	41
Tabulka 3: Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($r_{podnikatelské}$) v %	42
Tabulka 4: Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$) v %	43
Tabulka 5: Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr}) v %	43
Tabulka 6: Stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu WACC v %	44
Tabulka 7: Stanovení alternativního nákladu na vlastní kapitál r_e v %	44
Tabulka 8: Náklady dluhu v %	47
Tabulka 9: Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál WACC metodou CAPM v %	48
Tabulka 10: Úprava aktiv o neoperační aktiva (v tis. Kč)	52
Tabulka 11: Úprava aktiv o aktivaci nákladů na vývojové zakázky (v tis. Kč)	53
Tabulka 12: Úprava aktiv o neúročený cizí kapitál (v tis. Kč)	54
Tabulka 13: Vyčíslení čistých operačních aktiv (v tis. Kč)	54
Tabulka 14: Vymezení Capital (v tis. Kč)	55
Tabulka 15: Vyčíslení nového upraveného výsledku hospodaření z běžné činnosti (v tis. Kč)	56
Tabulka 16: Vyčíslení NOPAT (v tis. Kč)	56
Tabulka 17: Výpočet ukazatele EVA entity (v tis. Kč)	57
Tabulka 18: Rentabilita vlastního kapitálu v %	58
Tabulka 19: Výpočet ukazatele EVA equity (v tis. Kč)	58
Obrázek 1: Metody pro odhad nákladů na vlastní kapitál	12
Obrázek 2: Vývoj celkových výnosů v letech 2010 - 2014 v tis. Kč	39
Obrázek 3: Porovnání nákladů na vlastní kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR v %	46
Obrázek 4: Porovnání vážených průměrných nákladů na kapitál alternativním modelem CAPM a stavebnicovým modelem podle MPO ČR v %	50
Obrázek 5: Porovnání ukazatele EVA entity (1), EVA entity (2) a ukazatele EVA equity (v tis. Kč)	59

IV. SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

A	Aktiva
β_N	Beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tzv. nespekulované beta)
β_Z	Beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy (tzv. spekulované beta)
BL	Bankovní úvěry
Capital	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
CZ	Cizí zdroje
ČPK	Čistý pracovní kapitál
d	Sazba daně z příjmů
EAT	Čistý zisk po zdanění a zaplacení úroků
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
i	Diskontní míra
I	Nákladové úroky
K	Kapitál
KZ	Krátkodobé závazky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý zisk z operační činnosti po zdanění
r_e	Alternativní náklad na vlastní kapitál
r_f	Bezriziková úroková sazba
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu

RPT	Riziková prémie kapitálové trhu
RPZ	Riziková prémie země
UM	Odhad úrokové míry
UZ	Úplatné zdroje
VK	Vlastní kapitál
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

V. SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha za roky 2009 – 2014 v tis. Kč

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty za roky 2009 – 2014 v tis. Kč

Příloha 1: Rozvaha za roky 2009 – 2014 v tis. Kč

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA celkem	142018	147037	144992	143460	148747	151314
B. Dlouhodobý majetek	64864	60934	67304	62935	64710	65331
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	46	37	42	32	1076	689
B. I. 3 Software	46	37	42	32	1076	689
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	64818	60897	67262	62903	63634	64642
B. II. 1. Pozemky	743	743	743	743	743	1133
B. II. 2. Stavby	28122	27378	40034	34537	33930	33223
B. II. 3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	34306	24236	21446	22683	27533	29143
B. II. 7. Nedokončený DHM	1647	8540	5039	4940	1347	1143
B. II. 8. Poskytnuté zálohy na DHM					81	
C. Oběžná aktiva	76665	85425	77218	79987	83389	85387
C. I. Zásoby	40483	45434	41519	41814	48750	47992
C. I. 1. Materiál	12623	16860	14303	15006	17779	16486
C. I. 2. Nedokončená výroba a polotovary	7205	7388	7123	6889	9980	8106
C. I. 3. Výrobky	19082	18895	18685	17938	18939	21357
C. I. 5. Zboží	1573	2291	1408	1981	2052	2043
C. II. Dlouhodobé pohledávky	6202	8182	6366	8018	8018	8268
C. II. 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	6202	8182	6366	8018	8018	8268
C. III. Krátkodobé pohledávky	23833	22735	24846	22581	22923	20287
C. III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	22774	20323	23251	19951	20050	16029
C. III. 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	209	574	1041	2298	2261	2549
C. III. 6. Stát - daňové pohledávky	452	1372	250		482	1395
C. III. 7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	207	268	244		60	223
C. III. 8. Dohadné účty aktivní			-7	94	-5	
C. III. 9. Jiné pohledávky	191	198	67	238	75	91
C. IV. Krátkodobý finanční majetek	6147	9074	4487	7574	3698	8840
C. IV. 1. Peníze	122	126	258	236	127	152
C. IV. 2. Účty v bankách	6025	8948	4229	7338	3571	8688
D. I. Časové rozlišení	489	678	470	538	648	596
D. I. 1. Náklady příštích období	230	183	188	121	231	176
D. I. 3. Příjmy příštích období	259	495	282	417	417	420

Zdroj: vlastní zpracování

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	142018	147037	144992	143460	148747	151314
A. Vlastní kapitál	110835	113008	116260	120625	125287	127244
A. I. Základní kapitál	14	140	140	140	140	140
A. II. Kapitálové fondy	-130	-130	-130	-130	-130	-130
A. II. 3. Oceňovací rozdíly z přeceňování majetku a závazků (+-)	-130	-130	-130	-130	-130	-130
A. III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	45	45	45	45	45	45
A. III. 1. Zákonný rezervní fond/Ne-dělitelný fond	45	45	45	45	45	45
A. IV. VH minulých let	104608	108780	111953	115004	118970	123632
A. IV. 1. Nerozdělený zisk minulých let	104608	108780	111953	115004	118970	123632
A. V. VH běžného úč. Období	6172	4173	4252	5566	6262	3557
B. Cizí zdroje	31150	34024	28726	22829	23438	23538
B. I Rezervy	600					
B. II. Dlouhodobé závazky	3280	2781	2231	1662	1754	1892
B. II. 10. Odložený daňový závazek	3280	2781	2231	1662	1754	1892
B. III. Krátkodobé závazky	18364	24635	16967	15974	17614	18360
B. III. 1. Závazky z obchodních vztahů	3446	8470	2824	1989	3374	3767
B. III. 2. Závazky - ovládající a řídicí osoba		24		7	137	
B. III. 4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	2851	2335	9549	9079	9452	10038
B. III. 5. Závazky k zaměstnancům	10164	11262	2479	2402	2693	2723
B. III. 6. Závazky se SZ a ZP	1368	1473	1474	1409	1494	
B. III. 7. Stát - daňové závazky a dotace	168	262	300	912	389	239
B. III. 8. Krátkodobé přijaté zálohy	125	572	111	108		
B. III. 10. Dohadné účty pasivní	182	177	172			
B. III. 11. Jiné závazky	60	60	58	68	75	65
B. IV. Bankovní úvěry a výpomoci	8906	6608	9528	5193	4070	3286
B. IV. 3. Krátkodobé bankovní úvěry	8906	6608	9528	5193	4070	3286
C. I. Časové rozlišení	33	5	6	6	22	532

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty za roky 2009 – 2014 v tis. Kč

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
I. Tržby za prodej zboží	4681	3894	5432	4870	5329	4553
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	3578	2863	4109	3499	3882	3404
+ obchodní marže	1103	1031	1323	1371	1447	1149
II. Výkony	131607	141941	140413	142348	149330	143170
II. 1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	138897	141856	140459	141093	144738	142495
II. 2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-7425	-4	-475	-928	4010	488
II. 3. Aktivace	125	89	429	2183	582	187
B. Výkonová spotřeba	65777	73808	71217	71258	76798	70628
B. 1. Spotřeba materiálu a energie	49714	56662	54070	54932	60673	55073
B. 2. Služby	16063	17146	17147	16326	16125	15555
+ Přidaná hodnota	66933	69164	70519	72461	73979	73691
C. Osobní náklady	47878	52455	53826	54487	58213	58959
C. 1. Mzdové náklady	35775	38465	39461	39969	42513	42983
C. 3. Náklady na SZ a ZP	11297	13094	13427	13516	14338	14544
C. 4. Sociální náklady	806	896	938	1002	1362	1432
D. Daně a poplatky	66	196	197	193	249	216
E. Odpisy DNM a DHM	11865	12362	11570	10578	8956	9868
III. Tržby z prodeje DM a materiálu	869	1332	2588	1695	1815	1482
III. 1. Tržby z prodeje DM	2	204	68	155	152	252
III. 2. Tržby z prodeje materiálu	867	1128	2520	1540	1663	1230
F. Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	22	155	140	13	18	252
F. 1. ZC prodaného DM		115	121	3	5	242
F. 2. Prodaný materiál	22	40	19	10	13	10
G. Změna stavu rezerv a OP	-1326	-600	1	393	-315	-304
IV. Ostatní provozní výnosy	829	1314	161	292	229	108
H. Ostatní provozní náklady	1699	1109	1907	1455	1386	1524
* Provozní VH	8427	6311	5627	7329	7516	4766
X. Výnosové úroky	112	218	173	166	15	20
N. Nákladové úroky	879	649	523	325	276	316
XI. Ostatní finanční výnosy	349	195	464	375	811	169
O. Ostatní finanční náklady	723	856	438	698	468	349
* Finanční VH	-1030	-1092	-324	-482	82	-476
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	1225	868	1051	1281	1336	733
Q. 1. splatná	1795	1367	1601	1850	1243	596
Q. 2. odložená	-570	-499	-550	-569	93	137
** VH za běžnou činnost	6172	4173	4252	5566	6262	3557
*** VH za účetní období (+/-)	6172	4173	4252	5566	6262	3557
**** VH před zdaněním	7397	5041	5303	6847	7598	4290

Zdroj: vlastní zpracování