

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

DIPLOMOVÁ PRÁCE



MANAGEMENT FIREM

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE/TITLE OF THESIS

Využití hodnotových nástrojů a ukazatelů při hodnotovém řízení firmy
Use of Value Based Indicators and Tools by Value Based Management

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

06/2014

JMÉNO A PŘÍJMENÍ / STUDIJNÍ SKUPINA

Veronika Drahovzalová / PMF01

JMÉNO VEDOUCÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Doc. Ing. Irena Jindřichovská, CSc.

PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Prohlašuji tímto, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracovala samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použila pouze literární prameny v práci uvedené.

Jsem si vědoma skutečnosti, že tato práce bude v souladu s § 47b zák. o vysokých školách zveřejněna, a souhlasím s tím, aby k takovému zveřejnění bez ohledu na výsledek obhajoby práce došlo.

Prohlašuji, že informace, které jsem v práci užila, pocházejí z legálních zdrojů, tj. že zejména nejde o předmět státního, služebního či obchodního tajemství či o jiné důvěrné informace, k jejichž použití v práci, popř. k jejichž následné publikaci v souvislosti s předpokládanou veřejnou prezentací práce, nemám potřebné oprávnění.

Datum a místo: V Čelákovcích dne 28. 4. 2014

podpis studenta

PODĚKOVÁNÍ

Ráda bych tímto poděkovala vedoucí mé diplomové práce, za metodické vedení, odborné konzultace a rady, které mi poskytla při zpracování mé diplomové práce.

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SOUHRN
<p>1. Cíl práce:</p> <p>Cílem práce je posoudit finanční situaci určité společnosti a aplikovat na ni vybrané ukazatele hodnotového managementu. Za pomoci těchto ukazatelů a finanční analýzy je následně zjištěno finanční zdraví společnosti, její ekonomická situace. Cílem je odhalit silná a slabá místa za pomoci finančních a hodnotových ukazatelů.</p>
<p>2. Výzkumné metody:</p> <p>Analýza Srovnání vývoje časové řady Srovnání s odvětvím</p>
<p>3. Výsledky výzkumu/práce:</p> <p>Výsledky práce jsou zmíněny zejména v praktické části práce, která představuje společnost a aplikuje na ni teoretické poznatky. Jsou zde hodnoceny jak klasické ukazatele finanční analýzy, tak moderní hodnotové ukazatele.</p>
<p>4. Závěry a doporučení:</p> <p>V závěru práce jsou vyzdvihnuta silná místa, o která se společnost může opřít a také slabá místa, která je třeba sledovat a řídit a snažit se o jejich zlepšení. Doporučením pro analyzovanou společnost je především řídit svůj pracovní kapitál a sledovat vývoj likvidity a cash flow.</p>
KLÍČOVÁ SLOVA
<p>Hodnotový management Hodnotové ukazatele Finanční analýza</p>

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

SUMMARY

1. Main objective:

The aim of this diploma thesis is to assess financial situation of concrete company and apply chosen indexes of value based management. With these indicators and financial analysis are subsequently found financial health of company, its economic situation. The target is to disclose weak and strong areas with help of financial and value indexes.

2. Research methods:

Analysis
Comparison over time
Comparison with the industry

3. Result of research:

Results of this diploma thesis are mainly mentioned in practical part of the thesis, which presents the company and applies theoretical methods on it. There are assessed classic financial analysis indicators, as modern value indexes.

4. Conclusions and recommendation:

In the conclusion are raised strong areas, on which can company rely and also weaknesses, that have to be monitored and managed and should be improved. Recommendation for analyzed company are to manage its working capital, to monitor development of liquidity and cash flow.

KEYWORDS

Value Based Management
Value Indexes
Financial Analysis

JEL CLASSIFICATION

G32 Financing Policy: Financial Risk and Risk Management, Capital and Ownership Structure, Value of Firms, Goodwill

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Jméno a příjmení:	Veronika Drahovzalová
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Management firem
Studijní skupina:	PMF 01
Téma:	Využití hodnotových nástrojů a ukazatelů (EVA, CFROI, CROGA aj.) při hodnotovém řízení firmy
Zásady pro vypracování (stručná osnova práce):	<ol style="list-style-type: none">1 Pojem hodnoty podniku a jeho vnímání jednotlivými zájmovými skupinami.2 Metody a nástroje zjišťování hodnoty podniku. Komparace jednotlivých přístupů.3 Hodnotově orientované nástroje měření výkonnosti firmy, jejich kritické srovnání, rozsah a omezení jejich uplatnění.4 Charakteristika vybraného podniku a analýza jeho hodnotového potenciálu s využitím všech základních metod a technik.5 Komplexní vyhodnocení hodnotového potenciálu podniku, identifikace základních generátorů hodnoty firmy.6 Shrnutí základních poznatků a závěrů vyplývajících ze zjištěných informací a formulace doporučení pro podnik.
Seznam literatury: (alespoň 4 zdroje)	<p>KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-712-8.</p> <p>KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. Finanční analýza krok za krokem. 2. vydání. Praha: C.H.Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-807179-713-5.</p> <p>MAREK, P. a kol. Studijní průvodce financemi podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.</p> <p>MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P. Finanční analýza. 2. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.</p> <p>YOUNG, D., O'BYRNE, S.F. EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation. 1. vydání. McGraw-Hill, 2000. 493 pages. ISBN 13-978-0071364393.</p> <p>MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. Vydání. Ekopress, 2005.</p>
Vedoucí práce:	Ing. Radka Pešková, Ph.D.

Prof. Ing. Milan Žák, CSc.
rektor

V Praze dne 1. 6. 2013



VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Obsah

1	Úvod.....	1
2	Teoretická část práce	3
2.1	Finanční analýza jako základ.....	5
2.1.1	Ukazatele rentability	5
2.1.2	Ukazatele aktivity.....	7
2.1.3	Ukazatele zadluženosti.....	8
2.1.4	Ukazatele likvidity	9
2.1.5	Ukazatele kapitálového trhu.....	10
2.2	Value Based Management.....	11
2.3	EVA.....	14
2.4	RONA.....	17
2.5	CROGA	19
2.6	CFROI	20
2.7	CEVA	22
2.8	SVA	24
2.9	MVA.....	25
2.10	DCF.....	27
3	Metodologická část práce.....	29
4	Praktická část práce.....	30
4.1	Představení společnosti	30
4.2	Finanční hospodaření společnosti	31
4.3	Finanční analýza.....	33
4.4	EVA.....	40
4.5	RONA.....	42
4.6	CROGA	45
4.7	CFROI	46
4.8	CEVA	47
4.9	DCF	49
5	Závěr	50

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Seznam zkratk

BCF – brutto cash flow
BSC – Balanced Scorecard
BIB – brutto investiční báze
CF – Cash Flow
CFROI – Cash Flow Return on Investments – cash flow návratnost investice
COPAT – Cash Operating Profit after Taxes – provozní cash flow po zdanění
ČNB – Česká národní banka
CROCE – Cash Return on Capital Employed – cash flow návratnost vloženého kapitálu
CROGA – Cash Return on Gross Assets – cash flow rentabilita hrubých aktiv
EAT – Earnings After Taxes – zisk po zdanění
EBT – Earnings Before Taxes – zisk před zdaněním
EBIT – Earnings Before Interest and Taxes – zisk před úroky a zdaněním
ED – Economic Depreciation – ekonomické odpisy
EVA – Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota
FCF – Free Cash Flow – volné cash flow
GA – Gross Assets – hrubá aktiva
MPO – Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA – Market Value Added – tržní přidaná hodnota
MVL – Market Value Loss – ztráta tržní hodnoty
NA – Net Assets – čistá aktiva
NCF – Net Cash Flow – čisté cash flow
NOPAT – Net Operating Profit after Taxes – čistý provozní zisk po zdanění
NPV – Net Present Value – čistá současná hodnota
OATCF – Operating After Taxes Cash Flow – provozní cash flow po zdanění
ROA – Return on Assets – rentabilita aktiv
ROCE – Return on Capital Employed – rentabilita kapitálu
ROE – Return on Equity – rentabilita vlastního kapitálu
ROI – Return on Investment – návratnost investice
RONA – Return on Net Assets – rentabilita čistých aktiv
ROS – Return on Sales – rentabilita tržeb
VBM – Value Based Management – hodnotově orientovaný management
WACC – Weighted Average Cost of Capital – vážené průměrné náklady na kapitál

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Seznam obrázků, grafů, tabulek a příloh

Obrázek 1 Stanovení hodnoty podniku	12
Obrázek 2 Value drivers.....	14
Obrázek 3 Rozklad ukazatele EVA.....	17
Obrázek 4 Rozklad ukazatele RONA	19
Obrázek 5 Princip ukazatele CFROI.....	21
Obrázek 6 Rozklad ukazatele CEVA	23
Obrázek 7 Zjišťování MVA	26
Obrázek 8 MVA a MVL	27
Graf 1 Vývoj tržeb společnosti Nestlé (v mld. Kč).....	31
Graf 2 Vývoj zisku společnosti Nestlé (v tis. Kč).....	32
Graf 3 Vývoj ukazatelů rentability společnosti Nestlé (v %)	33
Graf 4 Vývoj ukazatele ROE v odvětví (v %)	34
Graf 5 Ukazatele aktivity společnosti Nestlé	35
Graf 6 Doba inkasa pohledávek a doba splatnosti závazků společnosti Nestlé.....	36
Graf 7 Poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti Nestlé.....	37
Graf 8 Ukazatel úrokového krytí společnosti Nestlé	38
Graf 9 Ukazatele likvidity společnosti Nestlé.....	39
Graf 10 Ekonomická přidaná hodnota společnosti Nestlé (údaje v tis. Kč)	41
Graf 11 Vývoj ukazatele EVA v odvětví (v mld. Kč)	42
Graf 12 Návratnost čistých aktiv ve společnosti Nestlé (v %).....	43
Graf 13 Srovnání ukazatelů rentability a ukazatele RONA (v %).....	44
Graf 14 Cash Return on Gross Assets společnosti Nestlé (v %).....	45
Graf 15 Porovnání CROGA a WACC společnosti Nestlé (v %).....	46
Graf 16 Cash Flow Return on Investment společnosti Nestlé (v tis. Kč)	47
Graf 17 Cash Economic Value Added (v tis. Kč).....	48

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Graf 18 FCFE pro společnost Nestlé (v tis. Kč)	49
Příloha 1 Příklad zpracování ukazatele RONA.....	55
Příloha 2 Výpočet čistého provozního cash flow.....	57
Příloha 3 Výpočet hrubých aktiv.....	58
Příloha 4 Výpočet ukazatele CFROI.....	59
Příloha 5 Analýza firmy jako komplexního systému.....	60
Příloha 6 Výpočet WACC pro společnost Nestlé mezi lety 2008 až 2012.....	61
Příloha 7 Výpočet RONA pro společnost Nestlé (údaje v tis. Kč).....	62
Příloha 8 Výpočet CROGA pro společnost Nestlé (v tis. Kč).....	63
Příloha 9 Výpočet CFROI pro společnost Nestlé (v tis. Kč).....	64
Příloha 10 Výpočet CEVA pro společnost Nestlé (v tis. Kč a v %).....	65
Příloha 11 Výpočet FCFE pro společnost Nestlé (v tis. Kč).....	66

1 Úvod

Cílem práce je analyzovat vybranou společnost za pomoci ukazatelů finančního a hodnotového managementu. Zjistit její finanční zdraví, odhalit její silné a slabé stránky. Za pomoci nejmodernějších hodnotových ukazatelů bude zjištěna situace společnosti v oblasti tvoření přidané hodnoty. Bude také provedeno srovnání výsledků získaných tradiční metodou s moderními přístupy k řízení společnosti.

V první části práce je nejprve definován hodnotový management, jeho uživatelé a účelnost jeho použití. Krátce je zmíněn historický vývoj hodnotového managementu. Jsou objasňovány pojmy jako například „Stakeholder Value“ a „Shareholder Value“. Práce popisuje výhody a nevýhody tradičních a moderních ukazatelů hodnotového managementu.

V následující části práce je představena finanční analýza jakožto základ pro hodnocení firmy. Jsou představeny základní ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu.

Teoretická část práce se zabývá především definicí Value Based Managementu a jeho ukazateli. Je vysvětlena důležitost řízení hodnoty podniku. Objasněn je také pojem oportunitní náklady neboli náklady ušlé příležitosti. Jsou přineseny různé pohledy odborníků na Value Based Management a jsou uvedeny nesporné výhody jeho využívání ve společnosti. Pro práci jsou vybrány nejmodernější ukazatele hodnotového managementu, aby byl přinesen „moderní pohled“ na řízení společnosti.

Jako nejznámější ukazatel je použita EVA (Economic Value Added), jsou uvedeny odlišné pohledy různých autorů, její jednotlivé komponenty a výhody tohoto ukazatele. Dále jsou představeny různé způsoby výpočtu ukazatele EVA neboli ekonomické přidané hodnoty. Práce se v této oblasti také zabývá způsoby, jakými lze zvyšovat ekonomickou přidanou hodnotu společnosti a dále je uvedeno v jakých oblastech společnosti může být tento ukazatel užitečný. Jsou vysvětleny různé pohledy na kapitál a faktory tvorby ekonomické přidané hodnoty.

Dále je popsán ukazatel RONA (Return on Net Assets), který je jiným pohledem na stanovení hodnoty společnosti. Ukazatel je popsán za pomoci pohledu různých autorů a je uveden jeho rozklad.

Další ukazatel je zástupcem ukazatelů na bázi cash flow, které namísto poměrování finančního ukazatele k výsledku hospodaření, poměřují určitý ukazatel k peněžním tokům. Jedná se o ukazatel CROGA (Cash Return on Gross Assets).

Na bázi cash flow pracuje také ukazatel CFROI (Cash Flow Return on Investment), který je popisován v další části práce. Tento ukazatel se snaží zajišťovat

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

srovnatelnost s podniky v jiných zemích, nebo v průběhu času. Je zde popsán jeho princip, hlavní komponenty a smysl jeho použití ve společnosti. Je vysvětlen tak zvaný CFROI Spread.

Předposledním ukazatelem je CEVA (Cash Economic Value Added), což je modifikace ukazatele EVA. Opět je zde hovořeno o užitečnosti tohoto ukazatele, odlišnostech ve výpočtu a výhodách ukazatele oproti ukazateli EVA.

Teoretickou část uzavírá ukazatel SVA (Shareholder Value Added), který počítá přidanou hodnotu podniku pro akcionáře. Jsou popsány výhody a nevýhody tohoto ukazatele, jeho použitelnost jednotlivými uživateli.

Praktická část práce představuje společnost Nestlé a její finanční hospodaření. První část praktické části se zejména zabývá společností samotnou. Jsou zmíněny její úspěchy, projekty, ekonomické výsledky.

Jsou analyzovány tržby společnosti a také její zisk v jednotlivých letech. Tato část práce se také zabývá výší výroby společnosti jejími závody v Olomouci a Holešově. Je také uvedeno, jaká část výroby je směřována na export a kolik výrobků je dováženo do České republiky ze zahraničí.

Následně jsou aplikovány ukazatele z teoretické části na společnost Nestlé. Je znázorněno v praxi, jak jsou jednotlivé ukazatele počítány a co jejich výše interpretuje.

2 Teoretická část práce

Základní otázkou při hodnocení podniku je, proč vlastně podnik hodnotit. Vochozka (2011, s. 9) na ni odpovídá hned několika způsoby. Podnik může být hodnocen pro potřeby managementu podniku, který tuto hodnotu využívá jako informaci o úspěšnosti své činnosti. Pokud management podniku vede podnik dobře, hodnota společnosti se bude zvyšovat. Informace o hodnotě podniku zajímají též vlastníky, jež investují své finanční prostředky do podniku a chtějí, aby se jim zhodnocovaly. Dalším důvodem k hodnocení podniku může být jeho prodej, či spojení s jiným podnikem, nebo změna vlastníků. Ohodnocení podniku také provádí externí subjekty – dodavatelé a odběratelé, banky při rozhodování o poskytnutí úvěru.

Kislingerová (2001, s. 1) zdůrazňuje potřebu stanovení hodnoty podniku v souvislosti s globalizací a tendencí firem ke koncentraci. Podniky se slučují či splývají ve větší celky, aby obstály v globální konkurenci. Kislingerová připomíná důležitost koncentrace kapitálu a efektivního využití volných prostředků. Mezi výhody fúzí a akvizic zařazuje očekávané zvýšení tržeb, snížení nákladů, finanční, funkční a organizační synergie. Důležitou informací při stanovování hodnoty podniku a hodnotovém řízení obecně je, že *„podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění.“*¹

Pavelková, Knápková (2009, s. 14) zasazují smysl hodnocení podniku do historického vývoje. Nejprve bylo důležité, že podnik generoval ziskovou marži, čili poměr zisku a tržeb měl být co největší. Posléze se přešlo k úsilí o maximalizaci zisku, později pak k růstu výnosnosti kapitálu, což vyjadřují ukazatele jako ROA, ROE a ROI. Nejnovější tendencí však je maximalizace hodnoty pro vlastníky, což znázorňují ukazatele jako EVA, CFROI, FCF a další. Vlastníci jsou totiž ti, kdo do podniku vkládají své peníze, úsilí a čas a nesou riziko podnikání. V této souvislosti Pavelková a Knápková uvádí dva pojmy – „Shareholder Value“ vyjadřující hodnotu pro vlastníky a „Stakeholder Value“, čili hodnota pro stakeholdery (všechny subjekty s podnikem spjaté).

Jak píše Grünwald a Holečková (2006, s. 53), při hodnotovém řízení je důležité propojit zájmy vlastníků a managementu podniku, aby docházelo ke zvyšování hodnoty podniku. Princip zabývající se dlouhodobým zvyšováním tržní hodnoty podniku se nazývá Value Based Management, neboli hodnotově orientované řízení. Tento koncept vznikl pro nedostatečnou schopnost účetních ukazatelů zhodnotit riziko a zohlednit časovou hodnotu peněz.

¹ Kislingerová 2001, s. 6

Nedostatky ukazatelů rentability se zabývá Režňáková (2010, s. 6). Nedostatkem například je, že hospodářský výsledek lze ovlivnit použitými účetními postupy, zvoleným způsobem oceňování zásob, odepisování dlouhodobého majetku a podobně. Zisk může podnik generovat i prodejem svého majetku, což může vést v extrémním případě až k likvidaci podniku. Snižování nákladů je také jedním ze způsobů, kterým lze zvyšovat zisk, avšak musí se dbát na přiměřenost tohoto opatření, aby podnik například nepřišel o klíčové zaměstnance. Zisku může být dosahováno i prostřednictvím inflace, což ale neznamená úspěšnost podniku. Zisk lze navýšit také spekulacemi na finančním trhu, které jsou ale rizikové a mohou ohrozit existenci celého podniku. Jak již bylo řečeno, tradiční ukazatele tato rizika nezohledňují.

Naproti tomu Mařík, Maříková (2005, s. 12) se zaměřují na výhody moderních ukazatelů. Takový ukazatel by měl využívat co nejvíce informací z účetnictví, aby byl snadno spočítatelný a jednoduše pochopitelný pro širokou škálu uživatelů. Měl by zohledňovat riziko a počítat s danou úrovní vázaného kapitálu. Moderní ukazatel má umožnit hodnocení výkonnosti a zároveň ocenění podniku. Pavelková, Knápková (2009, s. 43) doplňují další dva požadavky na moderní ukazatele, aby podporovaly řízení hodnoty a umožňovaly přehlednou identifikaci vazeb na jednotlivé úrovně řízení.

Marinič (2007, s. 98) uvádí následující ukazatele hodnotově orientovaného managementu:

1. Value Based Management = VBM
2. Economic Value Added = EVA
3. Return On Net Assets = RONA
4. Cash Return On Gross Assets = CROGA
5. Cash Flow Return On Investments = CFROI
6. Cash Flow Economic Value Added = CEVA
7. Shareholder Value Added = SVA

Tohoto rozdělení se bude přidržovat i tato práce. V jednotlivých podkapitolách budou vysvětleny výše zmíněné pojmy, uvedeny způsoby výpočtu a objasněny charakteristiky každého z ukazatelů. Stejný autor ještě využívá ukazatel MVA, který bude k danému výčtu přidán. Knápková, Pavelková (2010, s. 151) řadí mezi významné ukazatele také diskontované cash flow (DCF), jež bude také obsažen v samostatné podkapitole.

Jak píše Fotr, et al. (2012, s. 344) součástí hodnotového managementu jsou hodnotové ukazatele, což jsou především ukazatele finančního charakteru. Dále uvádí rozdělení na ukazatele absolutní, poměrové, pyramidové rozklady a souhrnné ukazatele. Tyto ukazatele tvoří jakýsi základ pro jakoukoliv další práci s čísly z finančních výkazů společnosti.

2.1 Finanční analýza jako základ

Jak již bylo řečeno, ukazatelů finanční analýzy existuje celá řada. Fotr et al. (2012, s. 344) řadí mezi absolutní ukazatele zejména pracovní kapitál, jehož výpočet je:

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Pracovní kapitál jsou tedy krátkodobá aktiva krytá dlouhodobými zdroji. Tato část aktiv jistí hospodaření společnosti v případě, že by došlo k neočekávaným výdajům. Požadavkem na čistý pracovní kapitál tedy je, aby byl kladný. Neměl by však být příliš vysoký, protože vysoká hodnota pracovního kapitálu znamená vysokou hodnotu dlouhodobého kapitálu. V případě vysokého podílu dlouhodobého kapitálu klesá jeho výnosnost.

Kislingerová (2008, s. 9) využívá pro finanční analýzu vertikální a horizontální analýzy a analýzy poměrových ukazatelů. Horizontální analýza zkoumá vývoj určité veličiny v čase, nejčastěji se provádí analýza vývoje zisku. Vertikální analýza provádí rozbor struktury aktiv či pasiv. Poměruje určitou veličinu většinou k celkové bilanční veličině. Poměrové ukazatele se dělí do několika skupin:

- Ukazatele rentability;
- Ukazatele aktivity;
- Ukazatele zadluženosti;
- Ukazatele likvidity;
- Ukazatele kapitálového trhu.

2.1.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability hodnotí efektivnost daného aktiva vytvářet zisk, jak píše Růčková (2011, s. 52). Poměruje se výsledek hospodaření k určitému druhu kapitálu, popřípadě k tržbám. Ukazatele rentability nejvíce zajímají akcionáře a potenciální investory. Požadavkem na tyto ukazatele bývá jejich rostoucí tendence v průběhu času.

Autorka dodává, že pokles rentability v době krize neznamená nutně negativní zprávu v případě, že tento pokles není významnější než pokles trhu jako celku.

Autorka dále uvádí několik ukazatelů zisku, které lze využít při výpočtu rentability. EBIT, Earnings Before Interests and Taxes, zisk před úroky a zdaněním se využívá například při mezipodnikovém srovnávání. EAT, Earnings After Taxes, zisk po zdanění neboli čistý zisk se využívá při hodnocení výkonnosti podniku. EBT, Earnings Before Taxes, zisk před zdaněním se využívá při srovnávání firem, které mají různé daňové zatížení.

Kislingerová (2008, s. 29) zařazuje do ukazatelů rentability například rentabilitu aktiv (ROA, Return on Assets). Protože aktiva zahrnují jak vlastní, tak cizí kapitál, měly by být poměřovány k celkovému výnosu, který bude zahrnovat výnos pro vlastníky i věřitele, tedy:

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Naproti tomu ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE, Return on Equity) počítá pouze s vlastním kapitálem a tak je poměřován k čistému zisku, následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní kapitál}$$

Dalším autorkou zmiňovaným ukazatelem je rentabilita tržeb (ROS, Return on Sales), která je počítána:

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}$$

Autorka dále uvádí možnost rozkladu rentability vlastního kapitálu na rentabilitu aktiv a finanční páku. Rentabilita aktiv se pak dá dále rozložit na rentabilitu tržeb a obrát aktiv.

$$\begin{aligned} ROE &= ROA * \frac{Aktiva}{Vlastní kapitál} = \frac{EAT}{Aktiva} * \frac{Aktiva}{Vlastní kapitál} \\ &= \frac{EAT}{Tržby} * \frac{Tržby}{Aktiva} * \frac{Aktiva}{Vlastní kapitál} \end{aligned}$$

Tento rozklad umožňuje zjistit, zda je rentabilita kapitálu způsobena spíše vysokou marží (rentabilita tržeb) či vysokou obrátkovostí (obrat aktiv).

2.1.2 Ukazatele aktivity

Jak píše Kislingerová (2010, s. 107) ukazatele aktivity vyjadřují schopnost podniku hospodařit se svými aktivy. Lze z nich vyčíst, zda podnik nadržuje zbytečně vysokou část určitého aktiva či naopak zda příliš nízká úroveň daného aktiva neohrožuje samotnou existenci podniku. Autorka řadí mezi nejpoužívanější následující ukazatele.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

Obrat aktiv udává, kolikrát se aktiva obrátí za rok. Obecným požadavkem je, aby tato hodnota byla větší než 1. Často se ale používá mezipodnikové srovnání či srovnání s odvětvím.

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

Obrat dlouhodobého majetku měří schopnost podniku využívat svůj hmotný, nehmotný a finanční dlouhodobý majetek. Při mezipodnikovém srovnávání je třeba dát pozor na různé způsoby odepisování dlouhodobého majetku a různou míru odepsanosti. Čím je majetek více odepsaný, tím lepší ukazatel obratu dlouhodobého majetku. Klesající hodnota obratu dlouhodobého majetku znamená zvyšování fixních nákladů a společnost je pak citlivější na pokles tržeb.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Jak autorka píše, obrat zásob udává, kolikrát jsou zásoby během roku prodány a opět naskladněny. Přebytečné zásoby snižují rentabilitu a jsou neproduktivní.

Jak zmiňují Váchal, Vochozka (2013, s. 223) druhým způsobem pro sledování aktivity podniku je doba obratu určité položky aktiv. Nejpoužívanější je opět doba obratu aktiv a doba obratu zásob, počítané podle následujících vzorců.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Denní tržby}}$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Denní tržby}}$$

Autoři dále uvádí dobu inkasa pohledávek, která slouží ke zjištění průměrné doby zaplacení pohledávky od odběratele a dobu splatnosti závazků, která udává dobu, za kterou jsou splaceny závazky dodavatelům. Pro podnik je nejvýhodnější, aby doba

inkasa pohledávek byla co možná nejkratší a doba splatnosti závazků naopak co nejdelší. Jejich výpočet je následující:

$$\text{Doba inkasa pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Denní tržby}}$$

$$\text{Doba splatnosti závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Denní tržby}}$$

2.1.3 Ukazatele zadluženosti

Růčková (2011, s. 58) se soustředí na pojem struktura kapitálu. Strukturou kapitálu je přitom poměr cizího a vlastního financování podniku. Každý podnik by měl zvážit jaká výše cizích zdrojů je pro něj akceptovatelná. Nízké cizí zdroje, tudíž vysoké vlastní prostředky, znamenají nákladnější formu financování. Naopak vysoké cizí zdroje představují potenciální problémy se splácením zapůjčených prostředků.

Kislingerová (2010, s. 110) zdůrazňuje nižší cenu cizího kapitálu, která je dána tzv. daňovým štítem. Úrokové náklady na cizí kapitál je možné započítat mezi daňově uznatelné náklady a pro tento jev se zažil právě pojem daňový štít. Při rozhodování o výši cizího kapitálu v podniku bere podnik v úvahu čtyři faktory: výši daňového zatížení, riziko, typ aktiv a stupeň finanční volnosti podniku.

Základní ukazatel, vyjadřující celkovou zadluženost podniku, jak uvádí Růčková (2011, s. 58), je ukazatel věřitelského rizika, neboli Debt Ratio.

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva celkem}}$$

Čím vyšší je tento ukazatel (čím vyšší je poměr dluhového financování), tím vyšší je riziko věřitelů. Věřitelé většinou požadují co nejnižší hodnotu tohoto ukazatele, ale pro podnik je výhodné, když je tento ukazatel vyšší a tím je i vyšší rentabilita vloženého kapitálu. Samozřejmě by měla být tato hodnota přiměřená, aby podnik byl schopen dostát svým závazkům. Opačný pohled přináší koeficient samofinancování neboli Equity Ratio.

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva celkem}}$$

Tento ukazatel by měl být také hodnocen v návaznosti na ukazatele rentability, nikoliv sám o sobě. Součet ukazatelů Debt Ratio a Equity Ratio se rovná jedné. Další z ukazatelů zadluženosti, jak píše Kislingerová (2010, s. 111), je ukazatel úrokového krytí, jehož výpočet je následující:

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}}$$

Jak autorka zmiňuje, tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát zisk pokryje úrokové platby. Pokud se ukazatel rovná jedné, znamená to, že celý zisk jde na pokrytí úroků. S tímto ukazatelem pracují i ratingové agentury a hodnota, která představuje hranici mezi investicí a spekulací je 3.

2.1.4 Ukazatele likvidity

Jak uvádějí Fotr et al. (2012, s. 347) existují tři úrovně likvidity, běžná, pohotová a okamžitá. Výpočet běžné likvidity neboli Current Ratio je:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Obecně doporučovanou hodnotou tohoto ukazatele je 1,5. Musí se ale také brát v úvahu další faktory, jako je velikost společnosti, obor podnikání, ale také například použití metody Just-in-time. Kislingerová (2010, s. 104) uvádí doporučenou hodnotu v rozmezí 1,6 – 2,5. Dodává, že nikdy by běžná likvidita neměla být nižší než jedna. Vyšší hodnota ukazatele značí dostatečnou rezervu v podobě aktiv ke splacení závazků, což ale snižuje rentabilitu. Nízká hodnota naproti tomu může vést až k neschopnosti splácet závazky. Fotr et al. (2012, s. 348) zmiňují další ukazatel, pohotovou likviditu, neboli Quick Ratio, která se spočítá:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Je vidět, že toto měřítko je přísnější než předchozí ukazatel, protože se od oběžných aktiv odečítají nejméně likvidní položky a to jsou zásoby. Obecně je doporučováno udržovat hodnotu pohotové likvidity mezi 0,8 a 1. Opět se ale musí přihlížet k dalším faktorům podnikání. Posledním ukazatelem je okamžitá likvidita, kterou Kislingerová (2010, s. 105) nazývá peněžní, nebo také hotovostní likviditou.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Jedná se o nejpřísnější ukazatel měření likvidity. Doporučovaná hodnota tohoto ukazatele je více než 0,2.

2.1.5 Ukazatele kapitálového trhu

Váchal, Vochozka (2013, s. 228) zmiňují důležitost těchto ukazatelů především pro vlastníky podniku. Často ale bývá zvykem, že manažeři podniku jsou odměňováni na základě úrovně některých ukazatelů. Takové opatření slouží ke sjednocení cílů vlastníků a manažerů podniku a následně také k lepší prosperitě. Jako první zmiňují ukazatel vlastního kapitálu na akcii.

$$\text{Vlastní kapitál na akcii} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Počet akcií}}$$

Kislingerová (2010, s. 112) nazývá tento ukazatel účetní hodnotou akcie a znázorňuje výkonnost podniku. Mělo by platit, že účetní hodnota akcie v průběhu času roste. Jako další ukazatel autorka zmiňuje čistý zisk na akcii (Earnings per Share, EPS).

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{EAT}{\text{Počet akcií}}$$

Tento ukazatel vyjadřuje zisk připadající na jednu akcii. V případě, že podnik nereinvestuje zisk, shoduje se zisk na akcii s výší dividendy pro akcionáře. Jedná se v podstatě o rentabilitu jedné akcie. Váchal, Vochozka (2013, s. 228) doplňují, že tento ukazatel nezohledňuje držitele kmenových a prioritních akcií. Dále autoři uvádějí Market Ratio, který porovnává tržní a účetní hodnotu akcie.

$$\text{Market Ratio} = \frac{\text{Tržní cena akcie} * \text{Počet akcií}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Tímto ukazatelem se vyjadřuje úspěšnost podniku z hlediska růstu ceny jeho akcií. Platí, že čím vyšší hodnota ukazatele, tím je podnik považován za úspěšnější. Autoři zmiňují ještě dva ukazatele kapitálového trhu, a to dividendový výnos a výplatní poměr.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Tržní cena akcie}}$$

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{Dividenda}}{\text{Účetní zisk na akcii}}$$

Jak píše Kislingerová (2010, s. 113) dividendový výnos zajímá především akcionáře a podporuje jejich rozhodnutí akcie prodat, koupit, nebo držet. Výplatní poměr vyjadřuje, jak velká část zisku připadá na výplatu dividend a jaká část je reinvestována.

2.2 Value Based Management

Režňáková (2010, s. 9) popisuje Value Based Management jako dlouhodobý koncept zvyšování hodnoty podniku. Uplatňuje se zde tzv. going concern princip, tedy princip pokračujícího (do budoucna existujícího) podniku. Autorka zdůrazňuje důležitost hodnotového řízení ve vztahu k zainteresovaným stranám. Pokud podnik prosperuje, zvyšuje svou hodnotu, zaměstnanci jsou spokojeni, dodavatelé i odběratelé s podnikem pravděpodobně rádi spolupracují, banky takovému podniku rády poskytnou úvěr, vlastníci jsou spokojeni s dosahovanými výsledky podniku, zákazníci u takového podniku rádi nakupují. Naproti tomu ztrátovému podniku hrozí odchod zaměstnanců, vymáhání pohledávek od dodavatelů a případné ukončení spolupráce, neochota navazování dodavatelsko-odběratelských vztahů, neochota bank poskytnout úvěr a celá řada dalších obtíží. Proto je pro podnik klíčové řídit hodnotu podniku, správně investovat a alokovat dostupné zdroje, umět prodat svůj produkt, plnit své závazky a řídit jednotlivé podnikové činnosti.

Grünwald, Holečková (2006, s. 53) tvrdí, že potřeba hodnotového managementu vznikla v souvislosti se snahou reálněji vyjádřit ekonomickou úspěšnost podniku. Hlavní snahou podniku by měla být vyšší výnosnost investovaného kapitálu než alternativní náklady na něj. Zisk podniku je irelevantní veličina, pokud není vztažena k alternativním nákladům. Podnik může generovat zisk, a přesto nemusí přinášet vlastníkům dodatečnou hodnotu. Autor srovnává účetní pojetí rentability, kdy postačuje, aby rentabilita vlastního kapitálu byla kladná a širší pojetí, kdy by rentabilita vlastního kapitálu měla být vyšší než náklady na vlastní kapitál (včetně tzv. oportunitních nákladů).

Konkrétní příklad uplatnění hodnotově orientovaného managementu uvádí Marinič (2008, s. 32), který charakterizuje úspěšnost podniku na základě ukazatele ROI (Return on Investment), tedy návratnosti investice. Následující ukazatel vyjadřuje zhodnocení (popř. znehodnocení) kapitálové investice za rok. Obecný formát tohoto ukazatele je:

$$R_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + D_{t+1}}{P_t}$$

R_t = celková rentabilita kapitálového vkladu investora

P_{t+1} = hodnota kapitálového vkladu na konci období

P_t = hodnota kapitálového vkladu na začátku období

D_{t+1} = celkový dividendový výnos plynoucí z kapitálového vkladu investora na konci období

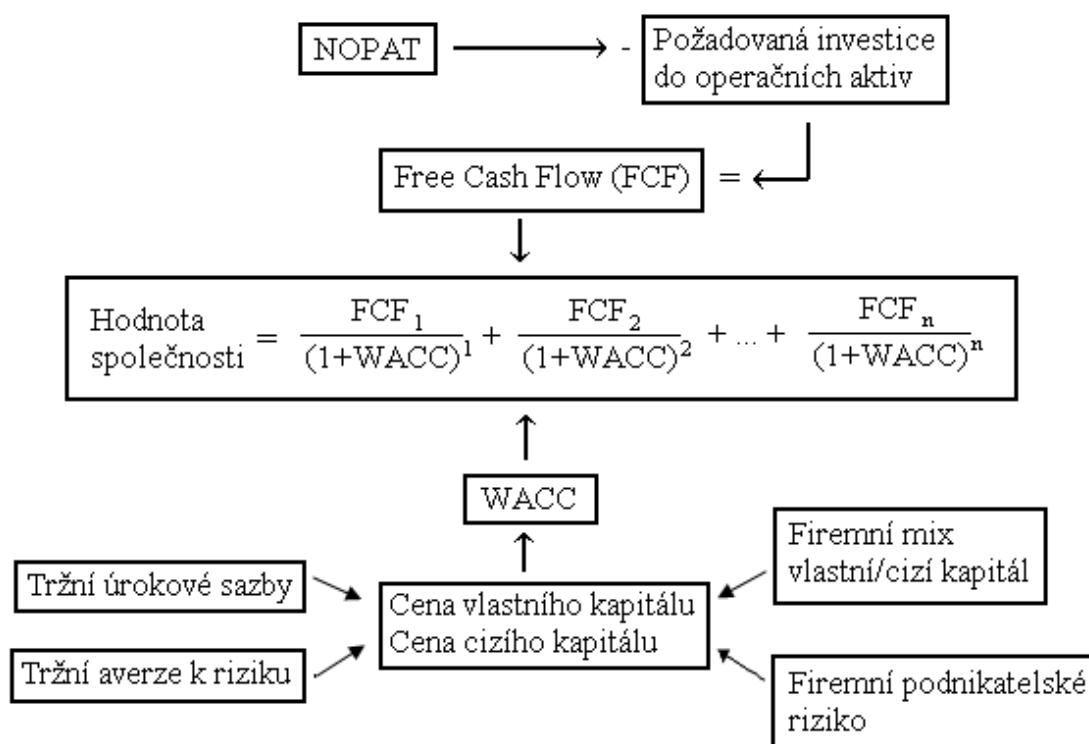
VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Jak zdůrazňuje Kislingerová (2001, s. 86), hlavní rozdíl mezi tradičními a moderními ukazateli spočívá v rozdílném chápání nákladů a hospodářského výsledku. Moderní hodnotové nástroje počítají s oportunitními náklady (náklady ušlé příležitosti), které vstupují do nákladů na kapitál ($WACC = \text{Weighted Average Cost of Capital}$) a také s provozním hospodářským výsledkem po zdanění ($NOPAT = \text{Net Operating Profit After Taxes}$), nikoli s celkovým výsledkem hospodaření.

Brigham, Ehrhardt (2010, s. 512) vytvořili pro stanovení hodnoty podniku následující přehledný diagram:

Obrázek 1 Stanovení hodnoty podniku



Zdroj: vlastní úprava podle Brigham, Ehrhardt (2010, s. 512)

Autoři dodávají, že hodnota společnosti závisí především na velikosti, načasování a rizikovosti očekávaného budoucího volného cash flow. Tento model zjišťuje hodnotu společnosti z budoucích finančních toků (FCF) diskontovanou váženými náklady kapitálu (WACC). Zahrnuje tudíž časovou hodnotu peněz, riziko,

finanční predikci a dává tyto ukazatele dohromady s finančními výkazy společnosti a náklady na kapitál. Manažeři by měli vytvořit různé alternativní strategie, zjistit jejich cash flow a to pak převést na současnou hodnotu a rozhodnout tak o tom, která strategie bude pro podnik nejvýhodnější. Jak autoři píší, využívání tohoto modelu k řízení hodnoty společnosti záleží především na firemní politice dané organizace.

Na stránkách Value Based Management.net (2014, online) je VBM popisován jako přístup managementu, který se zabývá řízením trvalé hodnoty společnosti, čili maximalizací hodnoty pro vlastníky. VBM má za cíl propojit misi, strategii společnosti, vedení společnosti, podnikovou kulturu, komunikaci, organizaci ve společnosti, rozhodovací procesy, výkonnostní řízení a systém odměn. Zajišťuje soulad všech uvedených oblastí s cíli a hodnotami, kterých chce společnost dosáhnout. VBM se zabývá následujícími třemi oblastmi:

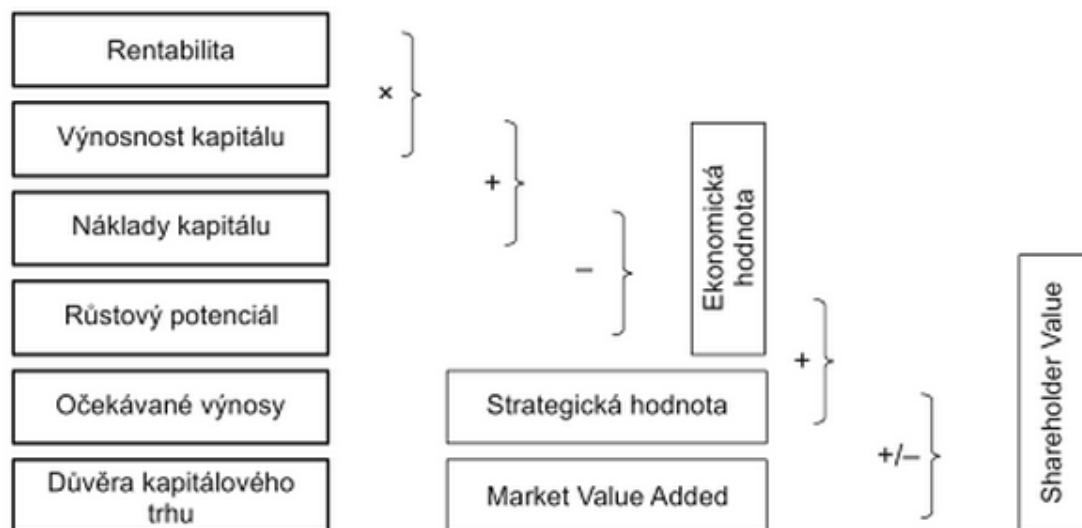
- tvorba hodnoty
- řízení hodnoty
- měření hodnoty

Autoři dále zmiňují několik důvodů, proč VBM využívat. VBM trvale maximalizuje hodnotu společnosti, zvyšuje firemní transparentnost, pomáhá organizaci pracovat s globalizujícími se trhy, propojuje zájmy top manažerů se zájmy stakeholderů a akcionářů, usnadňuje komunikaci s investory, analytiky a dalšími stakeholdery, zlepšuje vnitropodnikovou komunikaci strategie, předchází podhodnocení majetku, jasně stanovuje priority managementu, usnadňuje rozhodování, vyrovnává krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé kompromisy, podporuje hodnotu tvořící investice, zlepšuje alokaci zdrojů, zjednodušuje plánování a rozpočtování, usnadňuje využití zásob při fúzích a akvizicích, předchází nepřátelskému převzetí firmy, pomáhá lépe pracovat s rostoucí komplexností a nepředvídatelností a riziky trhu.

Fotr et al. (2012, s. 234) zmiňuje v souvislosti s hodnotovým managementem metodu Balanced Scorecard (BSC), jež vznikla v USA a rozšířila se i do Evropy a dalších míst. Jejím účelem je nalézt tak zvané generátory hodnoty, jež vytváří hodnotu společnosti a přispívají tak k růstu. Tento koncept se pokouší sladit krátkodobé cíle s dlouhodobými a tím pádem propojit top management se všemi ostatními zaměstnanci ve společnosti. Takový přístup vede ke sdílení podnikových cílů, strategie a mise společnosti.

Marinič (2008, s. 34) nazývá generátory hodnoty „value drivers“. Hodnota společnosti je vytvářena pomocí aktiv do firmy vložených, ze kterých následně generuje tržby. Autor uvádí následující schéma akceleratorů tvorby hodnoty.

Obrázek 2 Value drivers



Zdroj: Marinič (2008, s. 34)

Synek (2010, s. 157) uvádí Balanced Scorecard jako nástroj ke sjednocení podnikových procesů a firemní strategie. Prostřednictvím organizační struktury, která definuje jednotlivé role a vztahy, je strategie komunikována napříč společností. Tato metoda umožňuje propočítat velikost příspěvku každého přispěvatele k tvorbě celkové hodnoty společnosti.

2.3 EVA

Autorem ukazatele EVA je společnost Stern Value Management (2014, online). EVA je měřítkem ekonomického zisku. Počítá se jako rozdíl mezi provozním výsledkem hospodaření a oportunitními náklady investovaného kapitálu. V případě, že se společnost snaží o navyšování ukazatele EVA, existují čtyři možnosti, jak toho dosáhnout. Jedna z možností je navýšení investic, které převyšují WACC (vážené průměrné náklady na kapitál). Druhou možností je, že společnost zefektivní své stávající investice. Třetí způsob je zlikvidovat ztrátové investice a tím vytvořit volné finanční prostředky pro investice nové. Čtvrtý způsob je zvýšit poměr dluhu k vlastnímu kapitálu a tím zvýšit rentabilitu investovaného kapitálu. Musí se však dbát na to, aby dluh nepřekročil hranici, při které by společnost nebyla schopna dostát svým závazkům. Autoři spatřují největší přínos ukazatele v tom, že počítá s celkovými náklady, a to i

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

oportunitními. Ukazatel EVA lze počítat za každé jednotlivé období a tím zjišťovat, zda se hodnota firmy zvyšuje, či snižuje v relativně krátkém časovém intervalu.

Nejčastěji používanou formou výpočtu ukazatele EVA, jak uvádí Kislingerová (2001, s. 88), je:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Kde NOPAT = Net Operating Profit After Taxes, čili provozní výsledek hospodaření po zdanění, WACC = Weighted Average Cost of Capital jsou průměrné vážené náklady kapitálu a C jako Capital neboli investovaný kapitál. Součinu WACC * C se také zkráceně říká náklady na kapitál. Pro NOPAT autorka používá následující výpočet:

$$NOPAT = EBIT * (1-t)$$

Příčemž EBIT je Earnings Before Interest and Taxes, čili zisk před úroky a zdaněním a t jako tax, čili daň. Jde především o to, aby byl získán výsledek hospodaření, který odpovídá běžné činnosti podniku, a tudíž se do něj nezahrnují finanční ani mimořádný výsledek hospodaření. Autorka dále vysvětluje pojem kapitál, na který lze nahlížet ze dvou hledisek – z provozního hlediska (aktiva), nebo z finančního hlediska (pasiva). Při vyjádření investovaného kapitálu z hlediska aktiv se jedná o součet stálých aktiv a čistého pracovního kapitálu. Při pojetí investovaného kapitálu ze strany pasiv ho lze spočítat jako rozdíl mezi pasivy a krátkodobými závazky z obchodního styku. Poslední položku z uvedeného vzorce tvoří WACC, jejichž výpočet uvádí autorka následovně:

$$WACC = r_D * (1-t) * (D/C) + r_E * E/C$$

Kde: r_D = náklady na cizí kapitál; t = sazba daně z příjmů; r_E = náklady na vlastní kapitál; D = cizí kapitál; E = vlastní kapitál a C = celkový kapitál

Brigham, Ehrhardt (2011, s. 68) uvádí další možnost výpočtu ukazatele EVA, a to:

$$EVA = (\text{provozní kapitál}) * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Příčemž ROIC = Return On Invested Capital = výnosnost investovaného kapitálu. Jak autoři píší, hodnota společnosti roste v případě, že ROIC je větší než WACC. Pokud naopak náklady na kapitál převýší rentabilitu investovaného kapitálu, hodnota společnosti se bude snižovat. Ukazatel EVA lze použít nejen pro hodnocení přidané hodnoty celé společnosti, ale také pro jednotlivé divize společnosti. Existuje mnoho kladů při využívání ekonomické přidané hodnoty, například manažeri zvyšováním ekonomické přidané hodnoty zvyšují i hodnotu firmy pro akcionáře. Pokud

je hodnocení manažerů závislé na výši ukazatele EVA, pak mají manažeři a vlastníci společnosti stejný cíl, což je žádoucí. EVA na rozdíl od čistého zisku počítá s oportunitními náklady, také se může lišit o způsob odepisování, náklady na výzkum a vývoj, oceněním aktiv podniku apod. Čistý zisk nevypovídá o tom, zda společnost tvoří přidanou hodnotu či nikoliv, proto se EVA stává stále oblíbenějším ukazatelem mnoha firem.

Peter Drucker (2012, s. 115) tvrdí, že EVA měří produktivitu všech výrobních faktorů. Neposkytuje sice informaci o tom, proč určitý produkt či služba nevytváří dostatečnou přidanou hodnotu nebo co s tím udělat. Dává ale informace o tom, co funguje, která aktivita, produkt, služba nebo operace má vysokou produktivitu, co přidává nadstandardní hodnotu a co naopak nikoliv. Společnost se pak podle toho rozhoduje kam dál směřovat, kde provést nápravná opatření a na které výrobky a služby se zaměřit.

Jessica Yang a Janet Uy (2014, online) ve svém článku hovoří o faktorech tvořících přidanou hodnotu. Zmiňují, že růst provozního zisku nemusí nutně vést k růstu přidané hodnoty v případě, že náklady vzrostou také. Soustředění se pouze na maximalizaci provozního zisku může vést k přehlédnutí dodatečné potřeby kapitálu, který by generoval další zisk, a to by následně vedlo k destrukci firemní hodnoty. Autorky uvádí následující rozklad ukazatele EVA, který má napomáhat pochopení tvorby hodnoty a tím sjednocení cílů manažerů i zaměstnanců napříč celou organizací. Autorky se tímto rozkladem zabývají, aby ukázaly, že navyšování hodnoty podniku lze uplatnit napříč celou organizací, od top managementu, přes middle management až k provozním manažerům.

Obrázek 3 Rozklad ukazatele EVA



Zdroj: vlastní úprava podle Yang, Uy (2014, online)

Režňáková (2010, s. 12) uvádí jiný způsob výpočtu ukazatele EVA, a to:

$$EVA = (RONA - WACC) * C$$

Kde RONA znamená Return On Net Assets, čili rentabilita čistých aktiv, jež lze vyjádřit také poměrem NOPAT/C. O tomto ukazateli bude blíže pojednávat následující podkapitola. Autorka vysvětluje, že tento způsob výpočtu zobrazuje, zda a popřípadě o kolik je vyšší výnosnost investovaného kapitálu než náklady na tento kapitál.

2.4 RONA

Kislingerová (2010, s. 122) zmiňuje, že ukazatel rentability čistých aktiv se počítá stejně jako ostatní ukazatele rentability poměrem finančního vstupu a finančních zdrojů. Výstup je přitom reprezentován čistým provozním ziskem po zdanění (NOPAT) a jako vstup jsou použita čistá aktiva (NA). Čistá aktiva jsou součtem dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Pro zjištění výkonnosti podniku je pak RONA poměřována k WACC. Stejně jako u ukazatele EVA zde platí, že pokud RONA převyšuje WACC, hodnota vytvářená podnikem roste a naopak, pokud jsou náklady na

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

kapitál větší než rentabilita čistých aktiv, hodnota podniku klesá. Vzorec pro výpočet rentability čistých aktiv je následující:

$$\text{RONA} = \text{NOPAT} / \text{NA}$$

Value Based Management (2014, online) prezentují následující způsob výpočtu tohoto ukazatele:

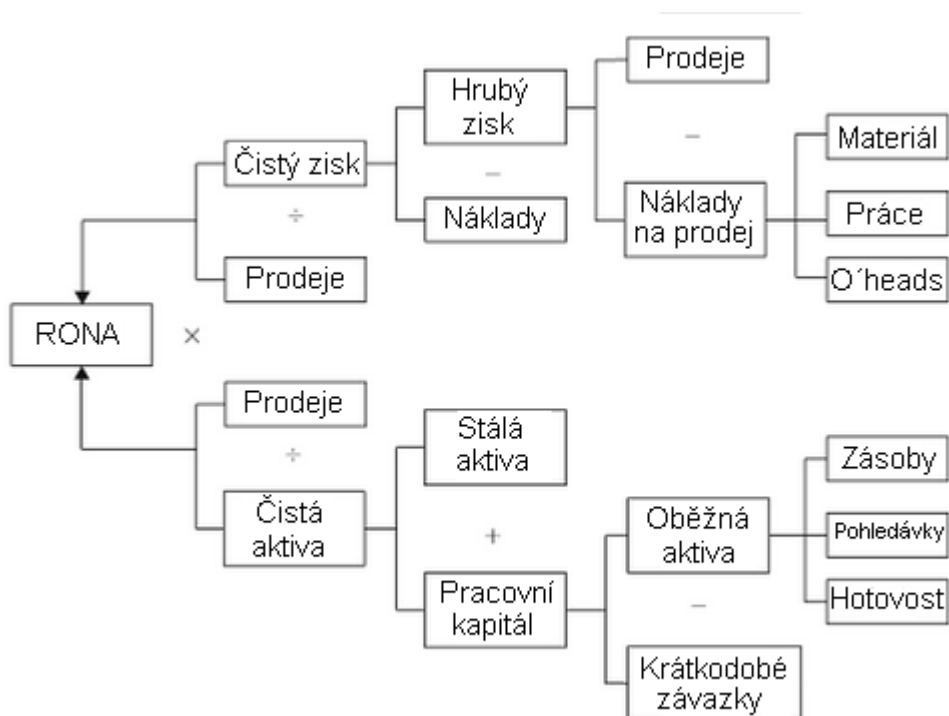
Čisté prodeje	
- Provozní výdaje	
<hr/>	
= Provozní zisk (EBIT)	
- Daň	
<hr/>	
= Čistý provozní zisk po zdanění (NOPAT)	
: Čistá aktiva (= finanční aktiva + pracovní kapitál + fixní aktiva)	
<hr/>	
= Rentabilita čistých aktiv (RONA)	

Marinič (2008, s. 44) k tomuto ukazateli dodává, že se v podstatě jedná o identické ukazatele (EVA a RONA), ale nahlížené ze dvou pohledů. Zatímco EVA využívá náklady na kapitál (pasivní stranu rozvahy), RONA se zaměřuje na aktiva.

Jak uvádí Dooley (2006, s. 30), rentabilita čistých aktiv se používá ke zjištění, jak dobře firma používá svá aktiva, aby vygenerovala zisk. Ukazuje, kolik zisku vygenerovala jedna peněžní jednotka čistých aktiv. Autor uvádí příklad, že při hodnotě ukazatele 15%, společnost získá navíc 15 centů z každé jedné libry aktiv.

Mike a Pippa Bourne (2011, s. 192) uvádí možný rozklad ukazatele, a to na rentabilitu stálých aktiv (čistý zisk / stálá aktiva) a rentabilitu pracovního kapitálu (čistý zisk / pracovní kapitál). Používají následující rozklad ukazatele RONA:

Obrázek 4 Rozklad ukazatele RONA



Zdroj: vlastní úprava podle Mike a Pippa Bourne (2011, s. 192)

Rachlin (1997, s. 24) uvádí příklad výpočtu ukazatele RONA, který je uveden v příloze číslo 1. Autor uvádí praktický způsob výpočtu na společnosti Motorola. V příloze jsou mimo jiné uvedeny důvody, proč se může lišit ukazatel RONA za celou společnost a suma RONA za jednotlivá oddělení.

2.5 CROGA

Jak píše Marinič (2008, s. 44), ukazatel CROGA je jedním z ukazatelů používajících místo zisku cash flow, čili peněžní toky. Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele je následující:

$$\text{CROGA} = \text{OATCF} / \text{GA}$$

Příčemž OATCF = Operating After Taxes Cash Flow = provozní cash flow po zdanění a GA = Gross Assets = hrubá aktiva. Příloha 2 a 3 obsahují způsoby výpočtu čistého provozního cash flow a hrubých aktiv.

Kislingerová (2010, s. 123) dodává, že provozní cash flow po zdanění lze nejjednodušeji zjistit jako součet čistého provozního zisku a odpisů. Hrubá aktiva jsou pak součtem dlouhodobého majetku v aktuálních pořizovacích cenách a pracovního kapitálu. Výsledná hodnota ukazatele se opět poměřuje s váženými průměrnými náklady na kapitál, které by měla CROGA převýšit.

2.6 CFROI

Madden (1999, s. 2) zmiňuje důležitost znalosti hodnotového řízení v dnešní době. Obzvlášť pro vrcholové manažery je tato znalost stěžejní. Aby manažer dobře rozhodoval o chodu firmy, musí rozumět systému tvorby přidané hodnoty. Autor chápe CFROI jako model, který lze využívat a srovnávat jeho výsledky napříč zeměmi i napříč časem. Zároveň je očištěn od vlivu inflace, což umožňuje lépe pozorovat vztah mezi výnosy z kapitálu a tržními náklady na tento kapitál.

Kislingerová (2001, s. 92) uvádí, že CFROI je jedním z nejkompexnějších měřítek výkonnosti podniku a uvádí jednoduchý vzorec výpočtu tzv. CFROI Spread, neboli CFROI rozpětí nebo také čisté CFROI, jež v případě kladné hodnoty značí zvyšování hodnoty podniku:

$$\text{CFROI Spread} = \text{CFROI} - \text{WACC}$$

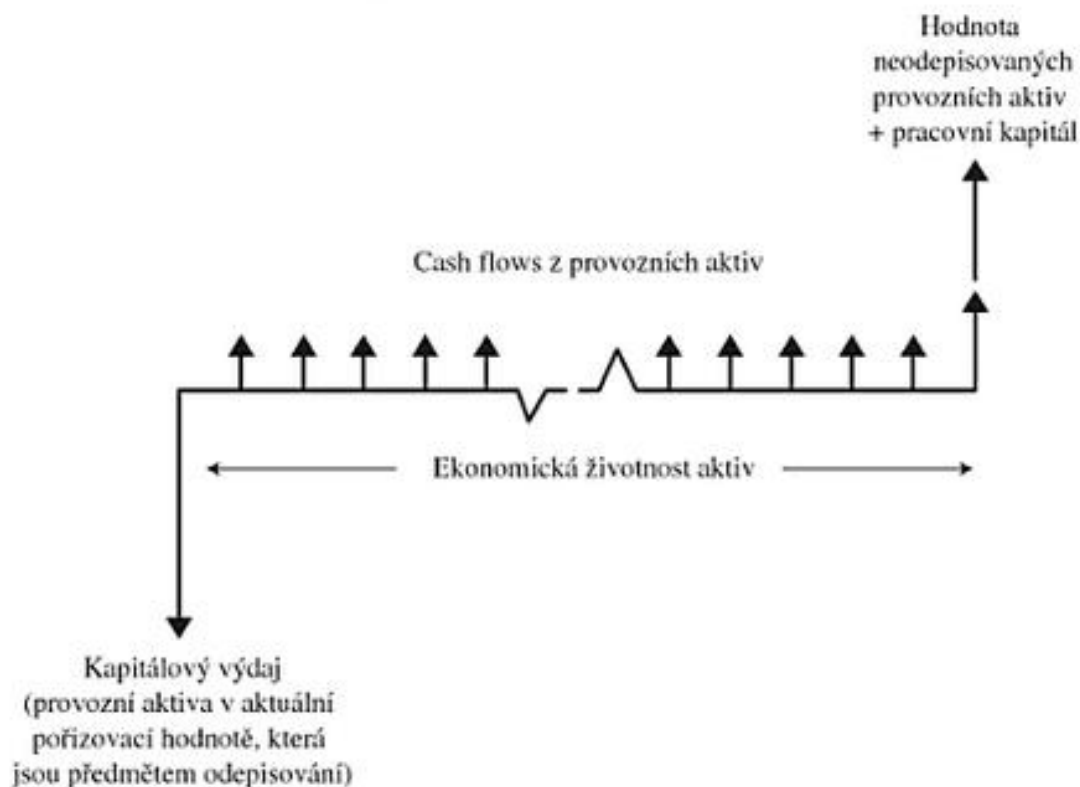
Autorka dále vytyčuje čtyři hlavní faktory, které ovlivňují velikost tohoto rozdílu. Jedná se o úroveň provozního cash flow, dobu životnosti aktiv, rozsah aktiv a kapitálovou strukturu společnosti.

Vochozka (2011, s. 32) zmiňuje, že tento ukazatel je založen na předpokladu stálého finančního toku. Předpokládá, že provozní cash flow bude stabilní po celou dobu životnosti dlouhodobého hmotného majetku. Hodnotu ukazatele CFROI autor interpretuje jako „*provozní výkonnost, které by podnik dosáhl v případě, že by bez dodatečné investice byl schopen generovat po čas životnosti provozních aktiv provozní cash flow o stejném rozsahu, jakého dosáhl v monitorovaném období*“.

Jak píše Kislingerová (2010, s. 123), tento ukazatel pracuje na principu vnitřního výnosového procenta. Podstata ukazatele CFROI je podobná jako u ukazatele EVA. Rozdíl je, že výsledné vnitřní výnosové procento se následně porovnává s váženými průměrnými náklady na kapitál. Opět zde platí, že rozdíl by měl být kladný, aby

společnost vytvářela přidanou hodnotu. Autorka uvádí následující přehledný diagram pro pochopení souvislostí a vlastního výpočtu ukazatele CFROI.

Obrázek 5 Princip ukazatele CFROI



Zdroj: Kislingerová (2010, s. 124)

Mařík, Maříková (2005, s. 11) uvádí tři hlavní komponenty ukazatele CFROI, a to brutto investiční báze (BIB), brutto cash flow (BCF) a předpokládaná doba užívání dlouhodobých odepisovaných aktiv.

Autoři dále jednotlivě popisují každý z komponentů. Do BIB jsou zahrnuta odepisovaná a neodepisovaná aktiva. Odepisovaná aktiva jsou tvořena především hmotným a nehmotným dlouhodobým majetkem, který je v průběhu používání odepisován. Po přičtení opravěk a úpravě o inflaci je dosaženo netto hodnoty odepisovaných aktiv. Neodepisovaná aktiva jsou především monetární aktiva (což je oběžný majetek bez zásob, dlouhodobý finanční majetek a přechodná aktiva), zásoby a

pozemky. Netto hodnota monetárních aktiv je počítána odečtením neúročených závazků od monetárních aktiv. Výsledná netto neodepisovaná aktiva jsou pak součtem netto monetárních aktiv, pozemku a zásob. BCF je získáváno úpravou výsledku hospodaření, tedy připočtením plánovaných odpisů, odečtením nákladových úroků a odečtením ztráty hodnoty monetárních aktiv. V příloze číslo 4 je uveden podrobnější rozbor výpočtu ukazatele CFROI.

Kislingerová (2001, s. 92) používá jiná označení pro výpočet tohoto ukazatele. Zdůrazňuje důležitost ocenění dlouhodobých provozních aktiv současnou hodnotou. Dále uvádí, že právě při této části výpočtu mohou nastat komplikace, které mohou zkreslit výslednou hodnotu finálního ukazatele. Autorka doporučuje buď použití cenových indexů vydávaných českým statistickým úřadem, nebo reprodukční cenu zjistitelnou z trhu nebo srovnáním s co nejpodobnějším aktivem. Pro výpočet CFROI používá upravená hrubá aktiva, které jsou již zmiňovanou současnou hodnotou provozních aktiv podniku včetně pracovního kapitálu, provozní cash flow po zdanění, dobu ekonomické životnosti odepisovaných aktiv a koncovou hodnotu neboli fiktivní částku získanou prodejem neodepisovaných aktiv po uplynutí doby životnosti odepisovaných aktiv.

Jak píše Madden (1999, s. 1) ukazatel CFROI je široce využitelným modelem jak pro investory, tak pro management společnosti či správní radu. Jedná se o komplexní systém k získání celkového přehledu o firemních operacích, finančních výkazech společnosti a také o tržním ocenění očekávané firemní výkonnosti. Důležitost propojenosti jednotlivých firemních ukazatelů a důležitost zpětné vazby znázorňuje obrázek v příloze číslo 5. Madden (1999, s. 9) dále také zdůrazňuje, že CFROI je založeno na třech principech: více peněz je upřednostňováno před méně penězi, dříve je upřednostňováno před později (z pohledu časové hodnoty peněz) a menší nejistota je lepší. Na tomto konceptu pracuje převážná většina oceňovacích modelů.

2.7 CEVA

Jak píše Holler (2009, s. 100), hlavním cílem tohoto ukazatele je překonat statickost ukazatele EVA. Ukazatel CEVA je modifikací tohoto ukazatele a obsahuje provozní cash flow po zdanění (COPAT, cash operating profit after taxes), ekonomické odpisy (ED, economic depreciation), požadavek na kapitál založený na upravených hrubých aktivech (gross capital, hrubý kapitál) a vážené náklady na kapitál (WACC). Vzoreček výpočtu je potom následující:

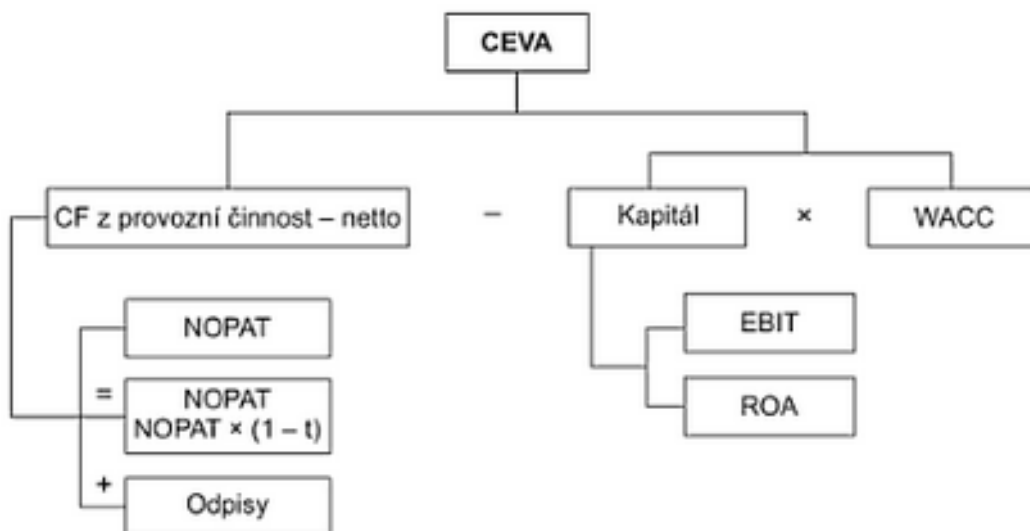
$$\text{CEVA} = \text{COPAT} - \text{ED} - \text{WACC} * \text{Gross Capital}$$

Marinič (2008, s. 42) uvádí, že je CEVA přesnějším ukazatelem pro měření výkonnosti podniku. Autor uvádí způsob výpočtu, který zahrnuje peněžní tok (namísto zisku u ukazatele EVA) a hrubá aktiva oceněná průměrnými váženými náklady kapitálu. Vzorec vypadá následovně:

$$CEVA = NCF - GA * WACC$$

Kde NCF je Net Cash Flow neboli čisté provozní cash flow, GA znamená Gross Assets, čili hrubá aktiva a WACC jsou již známé vážené průměrné náklady kapitálu. Autor dále také uvádí přehledný diagram rozkladu ukazatele CEVA

Obrázek 6 Rozklad ukazatele CEVA



Zdroj: Marinič (2008, s. 42)

Holler (2009, s. 100) uvádí ještě třetí způsob výpočtu ukazatele CEVA a to jako COPAT očištěný o ekonomické odpisy a dělený hrubým kapitálem, což lze také vyjádřit ukazatelem CROCE, tedy Cash Return On Capital Employed, v češtině cash flow návratnost vloženého kapitálu. Třetí postup výpočtu ukazatele CEVA vypadá následovně:

$$CEVA = \left(\frac{COPAT - ED}{Gross\ Capital} - WACC \right) * Gross\ Capital$$

$$= (\text{CROCE} - \text{WACC}) * \text{Gross Capital}$$

Autorka dále zmiňuje, že je třeba předejít dvojímu započítávání, proto se musí věnovat zvýšená pozornost výpočtu COPAT a hrubého kapitálu s ohledem na amortizaci goodwillu a náklady na financování cizího kapitálu. Oba náklady bývají již zahrnuty ve výpočtu a účetní úpravě ukazatele EVA. Proto se zdaněné nákladové úroky, amortizace goodwillu a poplatky za snížení hodnoty přičítají zpět k výnosům a suma amortizace goodwillu a nezaznamenaný goodwill jsou přičteny zpět k čistému kapitálu. Autorka dále také uvádí několik výhod, které má ukazatel CEVA, jako například přesnou definici, snadné pochopení a interpretace v podniku, jasná návaznost na účetní výkazy společnosti, poskytuje jasnou informaci o tom, zda hodnota podniku roste či se snižuje.

2.8 SVA

Rappaport (1999, s. 49) zdůrazňuje, že hodnota pro akcionáře (shareholder value) je absolutní ekonomickou hodnotou vyplývající z předpokládaného scénáře, kdežto přidaná hodnota pro akcionáře (shareholder value added) je změna hodnoty v předpovídaném scénáři. SVA je přidaná hodnota vytvořená předpokládaným scénářem.

Wagner (2009, s. 204) shodně upozorňuje na to, že přidaná hodnota pro akcionáře je rozdílem mezi hodnotou podniku pro akcionáře na začátku a na konci sledovaného období. SVA přitom k výpočtu používá současnou hodnotu budoucích peněžních toků a reziduální hodnotu podniku. Autor také uvádí, že se nejde o přesné stanovení hodnoty podniku, ale spíše o zjištění současného stavu podniku a tím získání lepších informací pro budoucí rozhodování managementu podniku s cílem maximalizovat rentabilitu aktiv.

Jak píše McDonald a Wilson (2011, s. 498), ukazatel SVA má výhodu v tom, že jej lze použít jak pro jednotlivé divize společnosti, tak pro podnik jako celek. Používá se především pro strategická rozhodnutí, ale může sloužit i v dalších úrovních podnikového řízení. Na podnikové úrovni poskytuje SVA rámec pro posouzení, jak zvýšit hodnotu pro akcionáře. Stanovuje kompromis mezi reinvesticí do stávajícího podniku, investicí do nového podniku nebo navrácením peněz akcionářům.

Wagner (2009, s. 205) spatřuje největší přínos ukazatele SVA v jeho schopnosti předpovídat očekávanou výnosnost podniku. Porovnává hodnotu podniku pro akcionáře a současnou tržní hodnotu akcií podniku. Investor (akcionář) tedy může získat konkurenční výhodu, když například zjistí, že akcie jsou podhodnocené a tudíž budou mít růstovou tendenci. Nevýhodou tohoto ukazatele je pak především to, že slouží

akcionářům, vlastníkům podniků a podnik posuzuje z jejich pohledu. Nezaměřuje se už na zaměstnance, zákazníky či produkt. Jako další nevýhoda může být také spatřována krátkodobá využitelnost ukazatele. V případě, že investor získá konkurenční výhodu získáním dodatečných informací o výnosnosti určitého podniku, je otázkou času, kdy daná informace pronikne na trh a konkurenční výhoda investora se tím vytrácí.

Jak uvádí Rappaport (1999, s. 51) SVA se získá odečtením současné hodnoty investic od přidané současné hodnoty kapitalizovaného NOPAT. Pokud je likvidační hodnota podniku vyšší než hodnota diskontovaného cash flow, měla by být pro analýzu společnosti použita likvidační hodnota. Pak by výpočet SVA vypadal následovně:

SVA = suma současných hodnot cash flow + současná likvidační hodnota na konci sledovaného období – současná likvidační hodnota

Marinič (2008, s. 43) zmiňuje další způsob výpočtu přidané hodnoty pro akcionáře. Odečítá cizí zdroje od současné hodnoty budoucích provozních peněžních toků, která je ještě navýšená o zůstatkovou hodnotu firmy na konci sledovaného období a o hodnotu neprovozních aktiv. Vzorec výpočtu vypadá následovně:

$$SVA = \left(\sum_{t=1}^n \frac{OCF_n}{(1+i)^n} + RV + NAV \right) - D$$

Kde OCF jsou provozní peněžní toky, RV zůstatková hodnota firmy na konci období, NAV je hodnota neprovozních aktiv, kterou představují majetkové podíly (cenné papíry) a D jsou cizí zdroje představované úročenými dluhy.

2.9 MVA

Market Value Added porovnává dle Mariniče (2008, s. 34) tržní hodnotu společnosti s účetní hodnotou. Tržní hodnota je celková hodnota akcií obchodovaných na burze. Účetní hodnota je pak hodnota aktiv, která byla do firmy vložena akcionáři. Vzorec pro výpočet MVA je

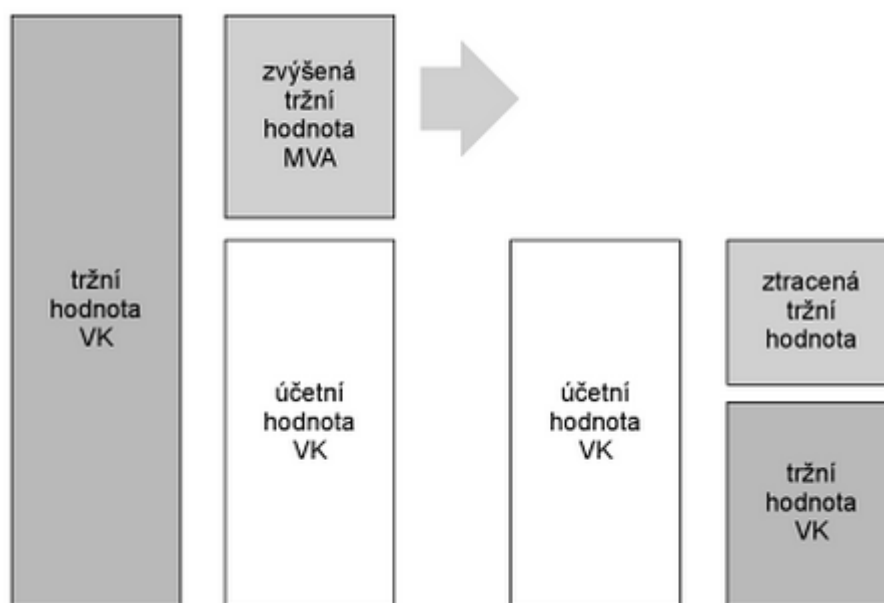
$$MVA = P - BV$$

Kde P je tržní hodnota akcií (počet akcií násobený cenou jedné akcie za kterou je obchodována na burze) a BV je Book Value, čili účetní hodnota společnosti (hodnota kapitálu vloženého do společnosti).

Podle Wagnera (2009, s. 202) existují dvě varianty jak stanovit MVA. První variantou je stanovení ex post, který pro výpočet využívá rozdíl mezi tržní hodnotou firmy a čistými aktivy. Druhý přístup je stanovení ex ante, která se stanovuje jako současná hodnota predikovaných budoucích toků, které jsou založené na ekonomické přidané hodnotě. Autor dále uvádí, že pro MVA je charakteristické, že vychází z odborného odhadu budoucích ekonomických přidaných hodnot. MVA počítá s tak zvaným nepřetržitým tokem prospěchu, kdy se pro nejbližší roky provádí odhad na základě dosavadního vývoje a pro druhé období je počítáno s pokračující hodnotou, ve které již nejsou uvažovány žádné výkyvy.

Vochozka (2011, s. 133) píše, že MVA je ukazatelem výkonnosti podniku a úspěšnosti manažerské práce ve zvyšování hodnoty podniku. Základní vztah MVA a dalších veličin je znázorněn v následujícím obrázku.

Obrázek 7 Zjišťování MVA



Zdroj: Vochozka (2011, s. 133) at Kislingerová (2001)

Synek (2010, s. 65) doplňuje, že ukazatel MVA vznikl v roce 1993 ve firmě Stern Stewart Management, v USA. Cílem vlastníků by měla být maximalizace hodnoty MVA. Pokud je MVA kladná, dochází k vytváření hodnoty. Pokud je záporná, dochází

k destrukci hodnoty společnosti. Autor označuje zápornou hodnotu MVL (Market Value Loss, ztráta tržní hodnoty). V následujícím obrázku je vidět jeho interpretace.

Obrázek 8 MVA a MVL



Zdroj: Synek (2010, s. 65)

Autor dále píše, že lze vyhodnocovat meziroční změny tohoto ukazatele. Pokud se MVA zvyšuje, znamená to, že hodnota firmy na trhu roste více, než je do společnosti vkládáno kapitálu. Výhodou tohoto ukazatele je, že reflektuje jak vývoj vlastního kapitálu společnosti, tak vývoj trhu. Nevýhodou je, že ho lze aplikovat pouze na společnosti, které jsou obchodované na burze.

2.10 DCF

Knápková, Pavelková (2010, s. 151) zjišťují diskontované cash flow za pomoci stanovení čisté současné hodnoty (NPV, Net Present Value) pomocí následujícího vzorce.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K$$

Kde: CF_t jsou peněžní toky z investičního projektu (zde peněžní toky společnosti), jež jsou v průběhu životnosti investice generovány; K je kapitálový výdaj spojený s investicí; n je doba životnosti investice a i je diskontní sazba, která odráží požadovanou výnosnost investice.

Kislingerová (2001, s. 157) uvádí několik možných způsobů výpočtu diskontovaného cash flow. Členění uvádí podle toho, komu je peněžní tok určen, a to následovně:

- FCFE = Free Cash Flow to the Equity, volný peněžní tok pro vlastníky;
- FCFF = Free Cash Flow to the Firm, volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele
- dividenda;
- ukazatel EVA.

Jak dále zmiňuje Mařík (2011, s. 165), rozdíl mezi použitím FCFE (nebo také DCF Equity) a FCFF neboli DCF Entity je v tom, že první ukazatel znázorňuje hodnotu pouze pro vlastníky podniku. Druhý ukazatel je hodnotou podniku jako celku a je počítán v hodnotě brutto nebo netto. Netto hodnota je hodnota vlastního kapitálu. Brutto hodnota je hodnotou celého podniku.

Výpočet FCFF podle Salaboviče (2008, s. 81) je následující:

Provozní výsledek hospodaření

- Provozní výnosy jednorázové nesouvisející s provozním majetkem
- + Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
- + Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem

= **Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVD)**

- Upravená daň z příjmů

= **Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění (KPV)**

- + Odpisy
- + Ostatní náklady započtené v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji v běžném období

= **Předběžný peněžní tok z provozu**

- Investice do upravené pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)

= **Volný peněžní tok (FCFF)**

3 Metodologická část práce

Teoretická část práce využívá nejaktuálnější dostupné literatury, jak české, tak zahraniční. To zaručuje poskytnutí moderního pohledu na hodnotové ukazatele. Převážná část teoretické části využívá tištěné publikace a část je tvořena z informací dostupných na internetu. Pro práci byla jako základ použita finanční analýza, jejíž výsledky jsou tradičním pohledem na hospodaření společnosti. Následně navazují moderní ukazatele, které začínají nabývat na popularitě jak mezi firmami, tak mezi autory odborných publikací.

Práce v praktické části využívá výpočty uvedené v části teoretické. Jako zdroj jsou primárně využívány finanční výkazy společnosti, tedy rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Výsledné ukazatele jsou ovlivňovány dozvuky globální ekonomické krize. Vliv má také obor podnikání společnosti a její jméno. Všechny tyto vlivy musí být brány v potaz i při pohledu na kvantitativní ukazatele. Analyzováno je pětileté období, od roku 2008 do roku 2012. Jsou využívána nejaktuálnější dostupná data.

4 Praktická část práce

Praktická část práce se zabývá aplikací výše uvedených ukazatelů na vybranou společnost. Jako vhodná společnost byla vybrána firma Nestlé, jejíž finanční výkazy jsou veřejně dostupné, přehledné a jedná se o společnost kotovanou na burze, což je výhodou pro výpočet některých ukazatelů.

4.1 Představení společnosti

Společnost Nestlé (2014, online) započala svou činnost na území dnešní ČR již v roce 1890 a v roce 1918 byl zde dokonce jmenován první územní ředitel. Nestlé pro Českou republiku bylo jako samostatná společnost založeno v roce 1935 a následně byla roku 1948 znárodněna. Roku 1992 se společnost Nestlé stala nejvýznamnějším zahraničním investorem pro ČR a dodnes hraje důležitou roli na českém trhu. Společnost také naplňuje normy dané certifikáty ISO 14 001, ISO 9001, ISO 22 000 a OHSAS 18 001.

Vizí společnosti je „být nejlepší společností v oboru potravin a nápojů s předním postavením v oblasti výživy, zdraví a zdravého životního stylu v české a slovenské republice“. (2014, online) Jejím posláním je naplňovat heslo „good food, good life“, z něhož je patrné, že se společnost zaměřuje především na kvalitu. Důležitými hodnotami pro společnost jsou také důraz na spolehlivost, dostupnost, motivaci zaměstnanců či na využívání nejlepších postupů a procesů.

Jak uvádí Latvanen, J., E., generální ředitel společnosti ve finančních výkazech (2014, online), od roku 2008 se společnost Nestlé účastní globálního projektu NCE (Nestlé Continuous Excellence), jež má za cíl lépe uspokojovat požadavky zákazníků a spotřebitelů, zajišťovat lepší efektivnost podnikání a výroby. Do tohoto projektu je zapojen každý zaměstnanec společnosti Nestlé. V roce 2009 získala společnost certifikaci procesů NIMS, což je integrovaný systém řízení, který se opírá o plnění norem ISO (konkrétně ISO 22000, ISO 14001, OHSAS 18001 a ISO 9001).

Jak je patrné ze zprávy jednatele z roku 2010, v tomto roce byl spuštěn projekt „Plus pro Vás od Nestlé“, který má za cíl rozvíjet oboustranný dialog se zákazníky, řádně je informovat, poskytovat informace o výživě, vyvážené stravě, zdravém životním stylu, o výrobcích, jejich inovacích a výživovém složení. Zároveň je nástrojem pro získání zpětné vazby od spotřebitelů. V roce 2010 Nestlé přešla na přírodní barviva v cukrovinkách a dále pokračuje ve změně receptur směrem k přírodním ingrediencím, zároveň pokračuje projekt snižování obsahu soli ve výrobcích.

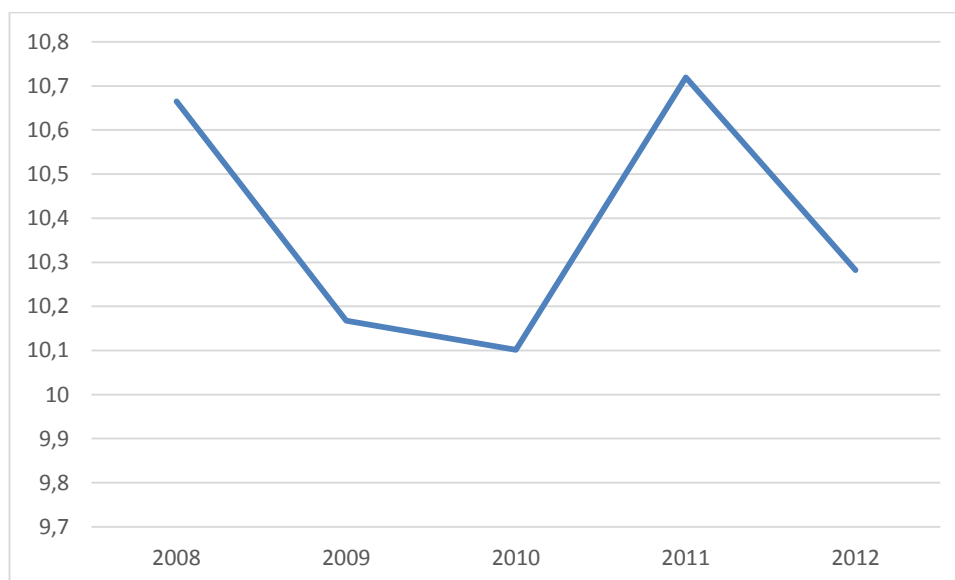
Společnost si také zakládá na udržitelném rozvoji, sleduje spotřebu vody, spotřebu energie, vypouštění odpadních vod a emise skleníkových plynů. Daří se jí tyto ukazatele úspěšně v průběhu let snižovat i přes zvyšující se objem výroby. V roce 2012 získala společnost ocenění „TOP odpovědná firma“ a titul „Podnik podporující zdraví“ udělovaný ministerstvem zdravotnictví.

Největší podíl na trhu s cukrovinkami mají značky ORION, STUDENTSKÁ PEČEŤ, MARGOT, BON PARI, JOJO a LENTILKY, v oblasti kávy a nápojů jsou to značky NESPRESO, CARO a GRANKO. V kategorii dehydratovaných potravin je hlavní značkou MAGGI a co se týče potravy pro domácí mazlíčky, silnými značkami jsou především PURINA, FRISKIES a FELIX.

4.2 Finanční hospodaření společnosti

Co se týče finančního hospodaření společnosti Nestlé, její tržby se pohybují v řádech miliard českých korun. (finanční výkazy společnosti, 2014, online) Následující graf zobrazuje vývoj tržeb společnosti mezi roky 2008 a 2012.

Graf 1 Vývoj tržeb společnosti Nestlé (v mld. Kč)

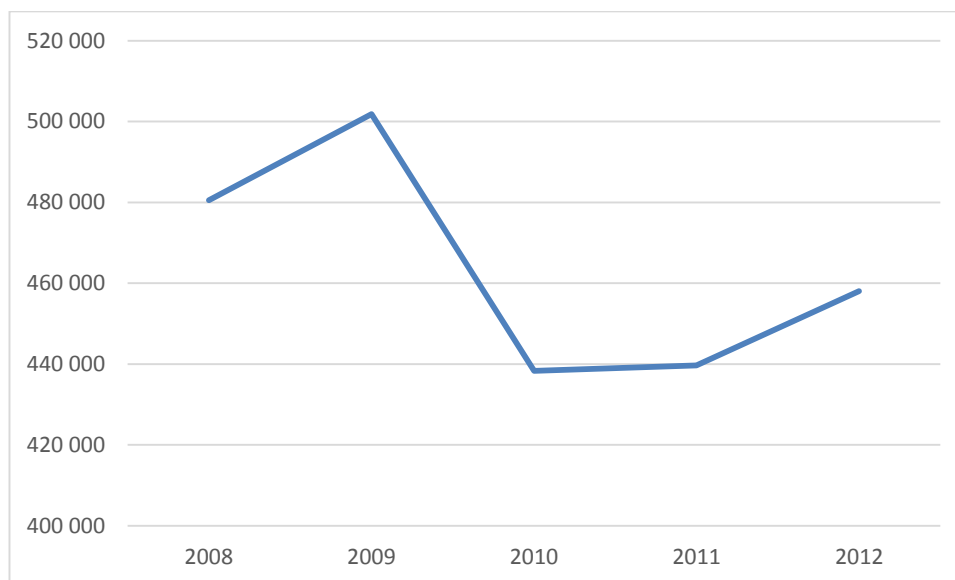


Zdroj: finanční výkazy společnosti (2014, online)

V roce 2008 dosáhly tržby společnosti na více než 10,6 miliardy Kč, z čehož tržby za čokoládové a nečokoládové cukrovinky vzrostly meziročně o 12% na 5,7 miliardy Kč. (finanční výkazy společnosti, 2014, online) V roce 2009 byla celá ekonomika zasažena globální krizí, jejíž dopady se projeví i na výši tržeb v roce 2010. Podle ČSÚ se poptávka v oblasti maloobchodu s potravinami snížila o 2,3% a v prodejnách specializovaných na prodej potravin se poptávka snížila dokonce o 6,9%. V roce 2009 činila tuzemská produkce přes 5,5 miliardy korun a na český trh byly uvedeny zahraniční výrobky v hodnotě přes 4,6 miliardy korun. V roce 2010 se tržby mírně snížily, z 10,168 mld. Kč na 10,101 mld. Kč, přetrvávala spíše zdrženlivá spotřebitelská poptávka. Nejvýznamnější pokles tržeb přitom byl zaznamenán v oblasti cukrovinek, v jiných kategoriích se naopak poptávka zvyšovala (například v kategorii káva, kávové a další speciality, kakaové a další nápoje, dětská výživa, krmiva), což vyrovnalo propad tržeb v hlavním oboru. V roce 2011 vzrostly tržby o 6,1% na 10,719 miliard korun. Tuzemská výroba v tomto roce meziročně vzrostla o 7,8% na 5,7 mld. Kč a dovoz ze zahraničí činil 4,9 miliard korun, což je přibližně o 200 milionů Kč více než minulý rok. V roce 2012 přetrvávala opatrná spotřebitelská poptávka a tržby se opět snížily, na 10,3 miliardy Kč. Domácí výroba přitom činila 5,4 mld. Kč. Podíl exportu na celkové výrobě v tomto roce vzrostl na 53%, celkem vývoz činil 2,83 mld. Kč.

Čistý zisk po zdanění se vyvíjel podobně. Výše zisku společnosti se pohybovala mezi 430 a 502 miliony českých korun. Jeho vývoj zachycuje následující graf.

Graf 2 Vývoj zisku společnosti Nestlé (v tis. Kč)



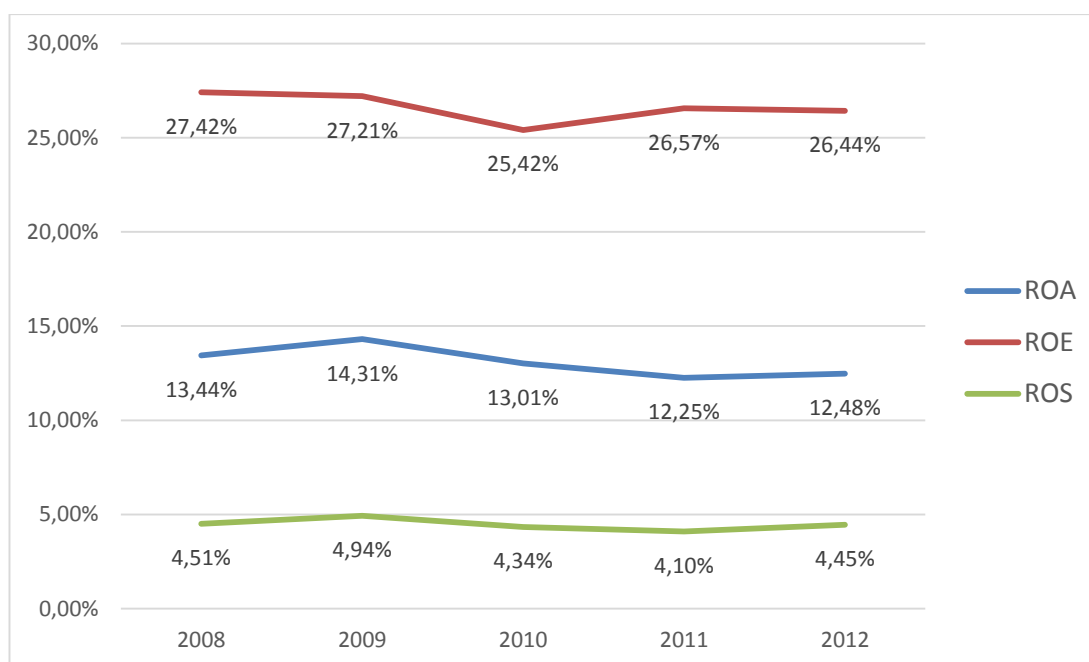
Zdroj: finanční výkazy společnosti (2014, online)

Na růstu zisku mezi roky 2008 a 2009 má největší podíl snížení spotřeby, jak již bylo zmíněno výše, společnost se snaží o šetření energiemi a vodou. V roce 2010 se však i na zisku projevil pokles poptávky a tento trend přetrval až do roku 2011. V roce 2012 se již ekonomika začala pomalu vzpamatovávat a zisk vzrostl meziročně o 4,2% na 458 milionů korun. V roce 2013 se očekává další nárůst zisku i tržeb.

4.3 Finanční analýza

Finanční analýzu začínají ukazatele rentability, rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) a rentabilita tržeb (ROS). Jejich vývoj je přehledně zachycen v následujícím grafu.

Graf 3 Vývoj ukazatelů rentability společnosti Nestlé (v %)

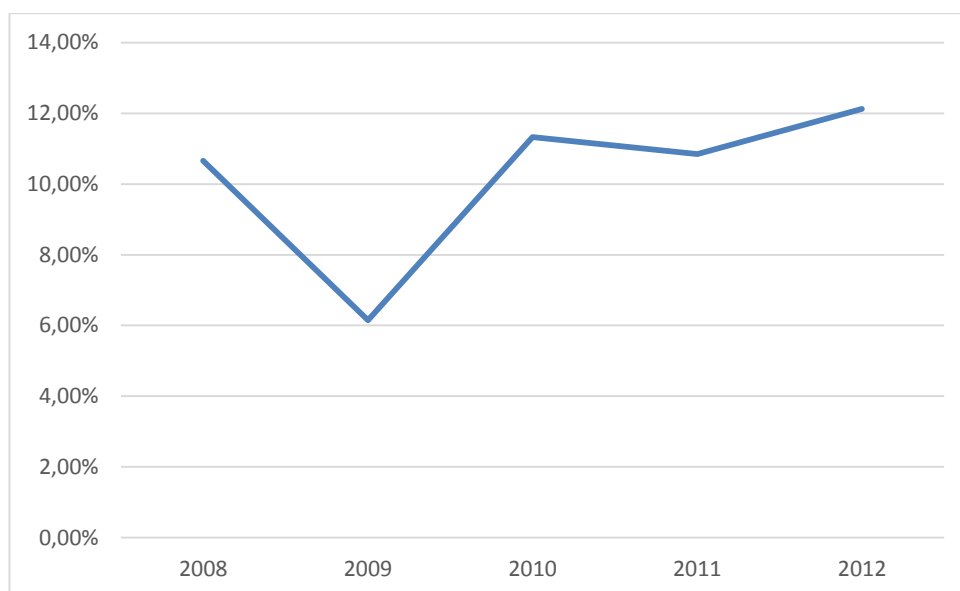


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Čím vyšší rentabilita, tím více se podniku daří. Rentabilita vyjadřuje efektivitu fungování společnosti. Všechny tři uvedené ukazatele vykazují stabilní tendenci. U ukazatele ROE je nejvíce patrný pokles zisku v roce 2010, který poměrně zaniká u zbylých dvou ukazatelů, protože v uvedeném roce se snížily taktéž tržby (ukazatel ROS) a aktiva (ukazatel ROA). Rentabilita aktiv ve výši přibližně 13 % znamená, že na jednu korunu aktiv připadá 13 haléřů zisku. Hodnota ukazatele ROE ve výši kolem 26 % značí, že na vlastní kapitál připadá 26 % zisku. ROS vyjadřuje, že na jednu utrženou korunu připadá přibližně 4 % zisku.

Při srovnání ukazatele ROE s odvětvím je patrné, že rentabilita společnosti Nestlé je nadstandardně dobrá. Následující graf zachycuje vývoj ROE v odvětví.

Graf 4 Vývoj ukazatele ROE v odvětví (v %)



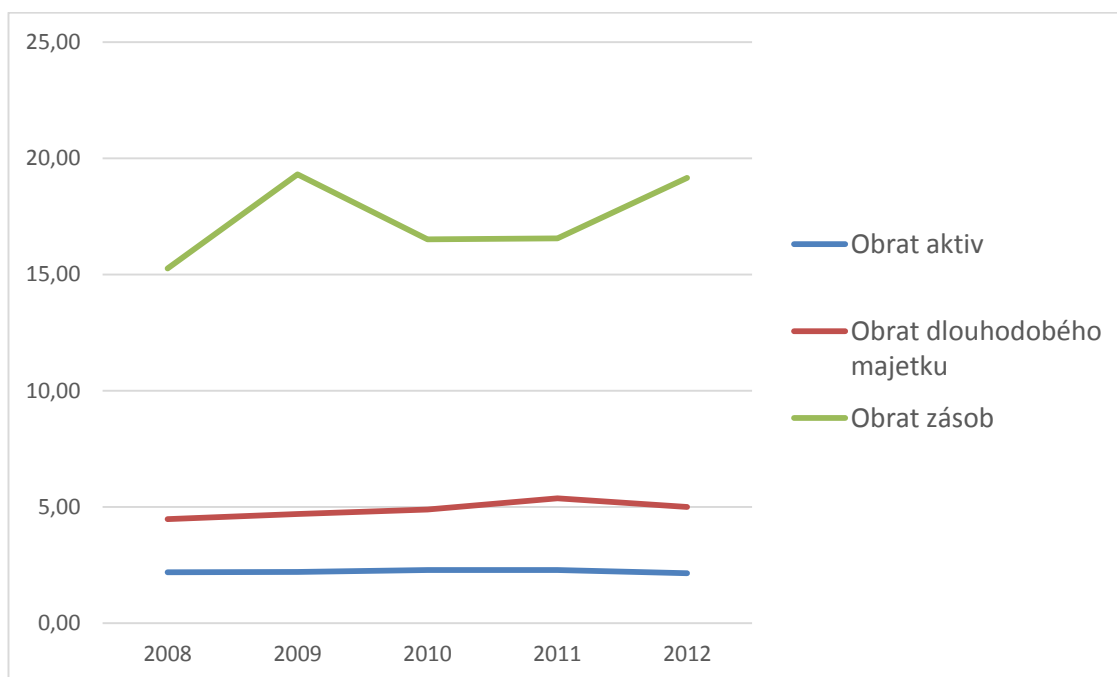
Zdroj: MPO (2014, online)

V grafu je vidět, že průměrně se rentabilita kapitálu v odvětví pohybuje kolem deseti procent, kdežto ve společnosti Nestlé je to kolem 26 %. V odvětví se také značně projevuje trend poklesu ekonomiky v roce 2009.

V oblasti rentability si tedy společnost vede dobře. Dosahuje vysoké a stabilní rentability vložených prostředků a jejím cílem by mělo být tento trend udržet.

Z ukazatelů aktivity znázorňuje následující graf obrat aktiv, obrat dlouhodobého majetku a obrat zásob.

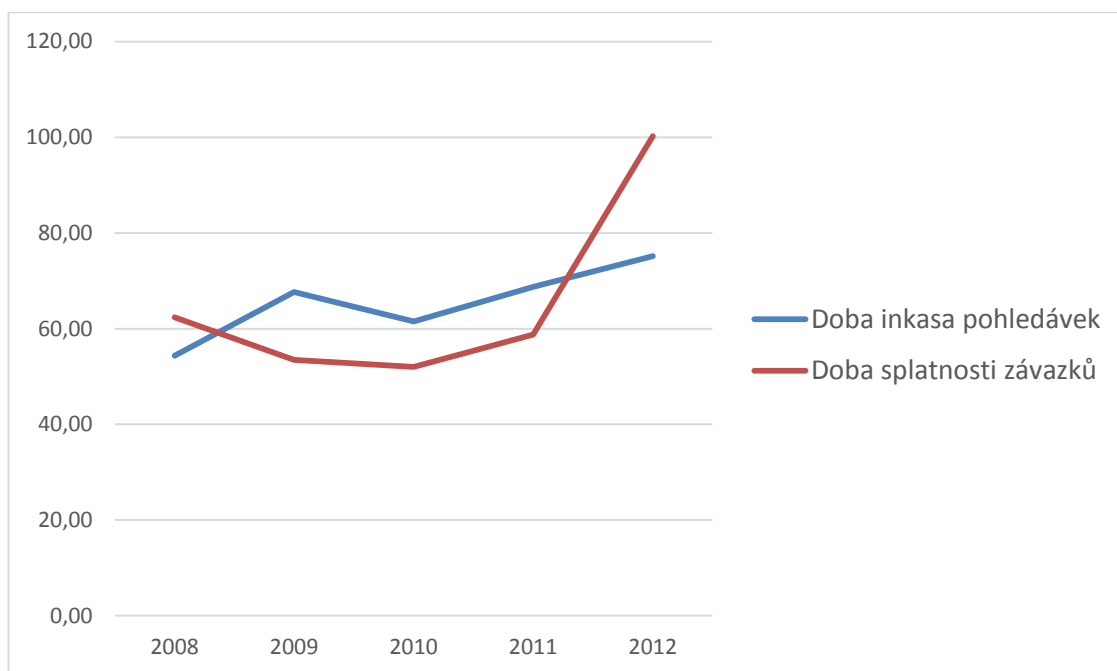
Graf 5 Ukazatele aktivity společnosti Nestlé



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Obrat aktiv ve výši přibližně 2 znamená, že celková aktiva se přemění znovu na aktiva přibližně dvakrát ročně. U obratu dlouhodobého majetku je to přibližně pětkrát ročně a zásoby se obrátí patnáctkrát až dvacetkrát do roka. Zde je vidět, že se jedná o společnost pracující v potravinářském průmyslu, neboť obrat zásob je poměrně vysoký. Tyto ukazatele znamenají, že společnost nedrží přebytečné finanční prostředky v zásobách a z následujícího grafu také plyne, že nemá problém se splácením závazků.

Graf 6 Doba inkasa pohledávek a doba splatnosti závazků společnosti Nestlé

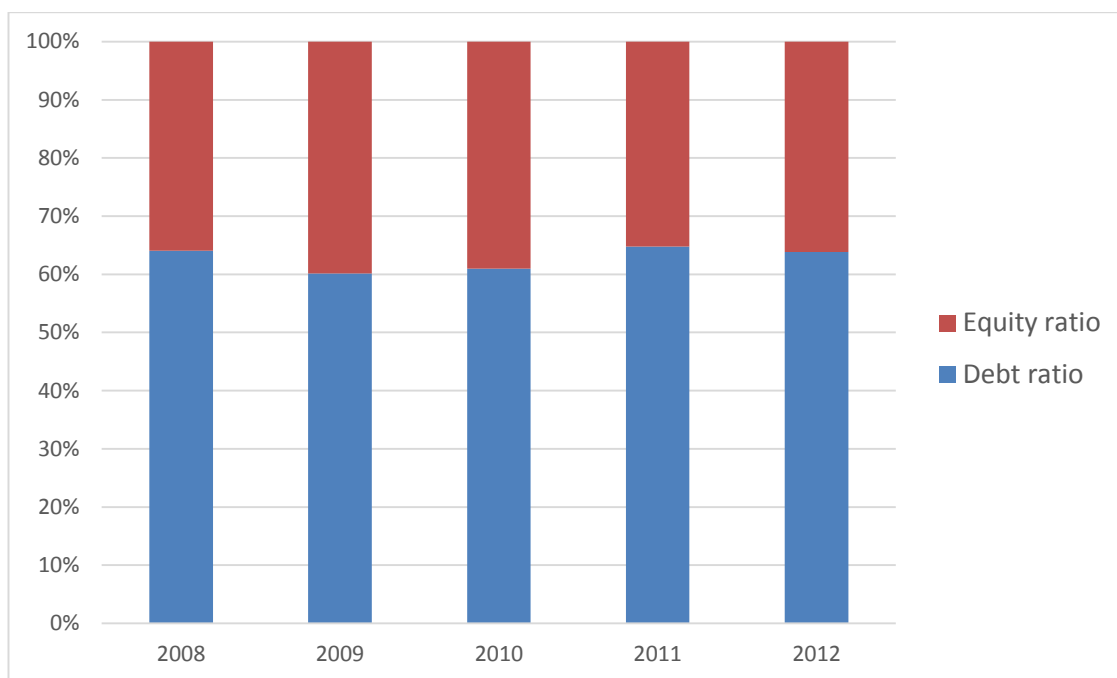


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

V teoretické části bylo uvedeno, že je pro společnost lepší, když doba splatnosti závazků je co nejdelší a doba inkasa pohledávek naopak co nejkratší. Zde je tendence k vyrovnání obou ukazatelů. Nejsou tedy v dodavatelsko-odběratelských vztazích vytvářeny tlaky na splacení a žádný ze subjektů tak netrpí zbytečnými výkyvy ve výši a potřebě finančních prostředků. Při stejně vysoké době inkasa pohledávky a době splatnosti závazku může společnost plynule nakládat se svými finančními prostředky.

Z ukazatelů zadluženosti znázorňuje první graf poměr cizího a vlastního kapitálu na celkových aktivech společnosti, tedy debt and equity ratio.

Graf 7 Poměr cizího a vlastního kapitálu společnosti Nestlé

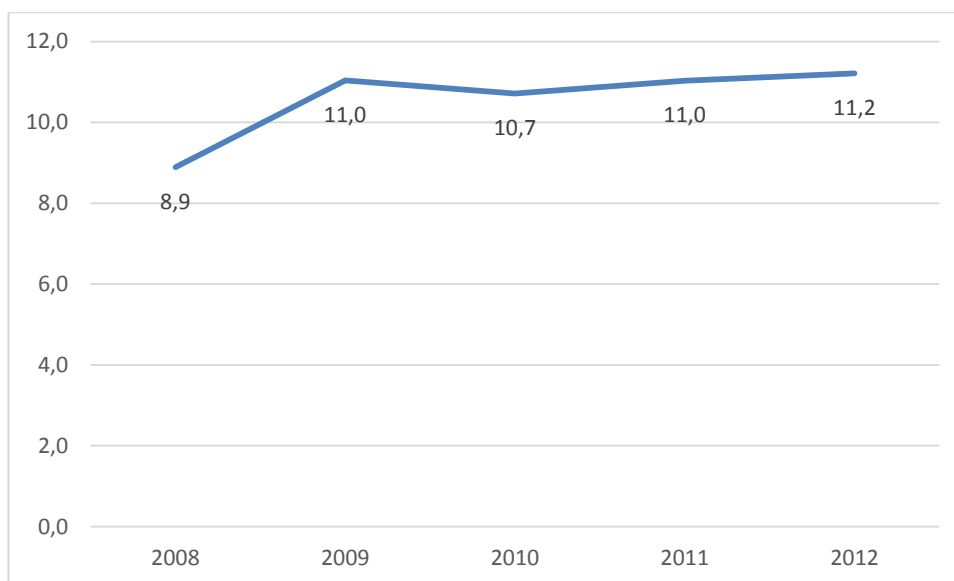


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Společnost Nestlé více využívá dluhového financování než vlastních prostředků. Přibližně z 60 % je využit cizí kapitál, to znamená, že společnost není předlužená a zároveň efektivně využívá levnějšího cizího kapitálu.

Z ukazatelů zadluženosti byl ještě vybrán ukazatel úrokového krytí, který vyjadřuje, kolikrát zisk může pokrýt nákladové úroky. Pro společnost je nejlepší, když je tento ukazatel co nejvyšší. V případě, že by byla hodnota ukazatele 1, znamenalo by to, že zisk vystačí pouze na pokrytí nákladových úroků a nevytvořila tím pádem žádnou přidanou hodnotu pro vlastníky. Vývoj ukazatele úrokového krytí pro společnost Nestlé zobrazuje následující graf.

Graf 8 Ukazatel úrokového krytí společnosti Nestlé

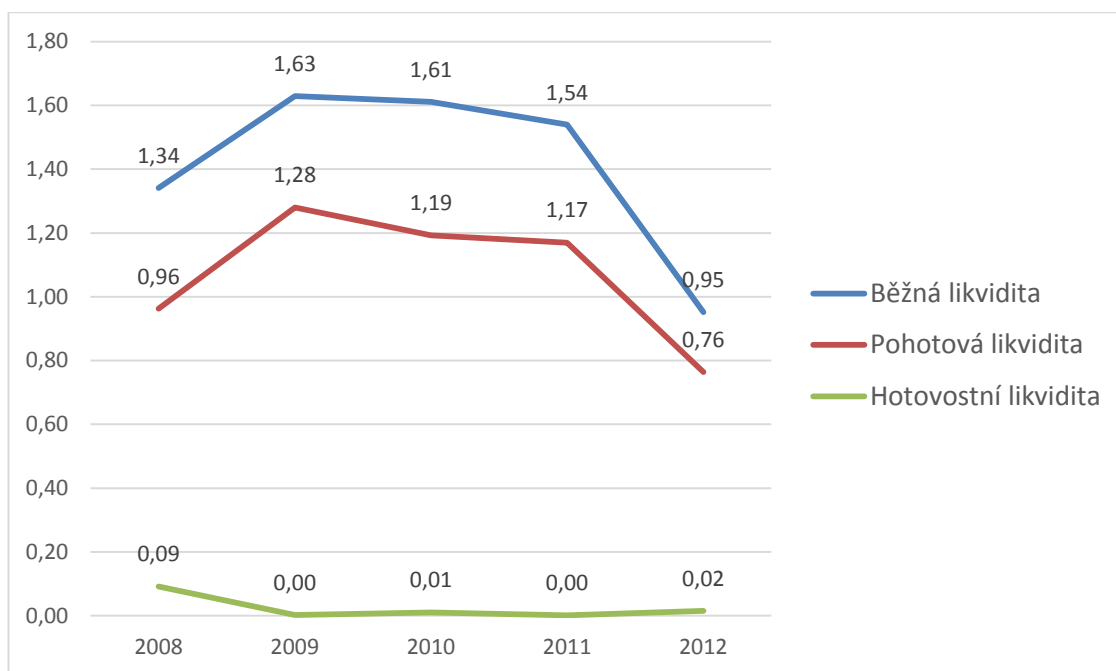


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Ukazatel úrokového krytí společnosti Nestlé v průběhu let roste od 8,9 v roce 2008 až do 11,2 v roce 2012. Pro rok 2012 to tedy znamenalo, že zisk přibližně jedenáctkrát pokryl nákladové úroky. Tento vývoj je pro společnost pozitivní, protože značí zvyšování zisku a snižování nákladových úroků. Pro společnost Nestlé platí spíše případ snižování nákladových úroků, protože zisk v průběhu let kolísá, jak je vidět v grafu číslo 2.

Následující graf zachycuje vývoj ukazatelů likvidity, od nejméně likvidních prostředků, zahrnutých v běžné likviditě, až po nejlikvidnější, tedy peněžní prostředky, které obsahuje ukazatel peněžní likvidity.

Graf 9 Ukazatele likvidity společnosti Nestlé



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet

Běžná likvidita se má dle Kislingerové (2010, s. 104) pohybovat v rozmezí 1,6 až 2,5, což společnost splňuje pouze v letech 2009 a 2010, kdy se pohybuje pouze lehce nad minimální hranicí. V ostatních letech se pohybuje pod touto hranicí, nejnižší v roce 2012, kdy se běžná likvidita snížila až na hodnotu 0,95. Naproti tomu u ukazatele pohotovostní likvidity se společnost pohybuje nad požadovaným rozmezím 0,8 až 1 v letech 2009, 2010 i 2011 ve zbylých letech je v rozmezí, které je obecně považováno za zdravé. Zde je vidět, že se společnost pohybuje v potravinářském průmyslu, neboť rozdíl mezi běžnou a pohotovostní likviditou jsou zásoby. U uvedeného grafu jsou tyto dvě křivky blízko, což vyjadřuje právě nízkou úroveň zásob. Poslední ukazatel hotovostní likvidity se naproti zbylým dvěma ukazatelům pohybuje pod požadovanou minimální hranicí 0,2 po celé sledované období. To znamená, že společnost drží pouze velmi malou část oběžného majetku ve finančních prostředcích. Ukazatel se limitně blíží nule v letech 2009 až 2011, což je dáno velkým rozdílem mezi krátkodobými závazky a krátkodobým finančním majetkem společnosti. Pokud společnost nemá problémy se splácením svých závazků, pak lze říct, že uvedené ukazatele jsou v pořádku. Musí být ale vždy dbáno na to, aby se firma nedostala do finančních potíží přílišným snížením svého oběžného majetku. Zde se také odkrývá tajemství vysoké

rentability společnosti. Nestlé si dává záležet na tom, aby nedržela příliš vysoké zásoby, a tím může dosahovat vysoké rentability svých prostředků.

Následující hodnotové ukazatele vystihují finanční hospodaření společnosti z jiného úhlu. Jejich grafické ztvárnění napomáhá lepší interpretaci a jejich pochopení. Jak již bylo zmíněno, hodnotové ukazatele se zaměřují na tvorbu hodnoty firmy. Bude především zkoumáno, zda společnost vytvořila přidanou hodnotu (popřípadě jak velkou), či svou hodnotu snížila.

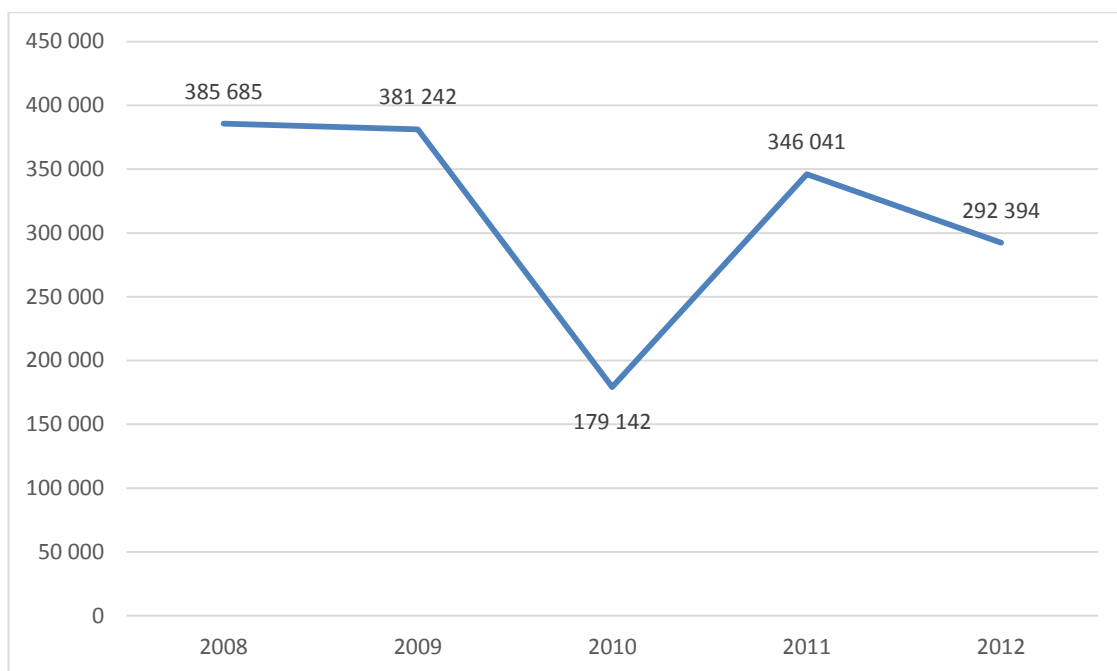
4.4 EVA

Ekonomická přidaná hodnota jako nejpoužívanější hodnotový ukazatel vyjadřuje, jaký ekonomický zisk společnost vytvořila. Poměruje provozní výsledek hospodaření k nákladům a to nejen účetním, ale i oportunitním. Počítá s náklady ušlé příležitosti, tedy se situací, kdy peníze vložené do podnikání mohly být alternativně zhodnoceny na jiném místě. Toto alternativní zhodnocení je zahrnuto v nákladech na vlastní kapitál (kapitál vložený investory), které jsou tvořeny tak zvanou bezrizikovou úrokovou mírou, rizikovou prémie a beta koeficientem (Marinič, 2008, s. 32).

Náklady na cizí a na vlastní kapitál jsou při výpočtu EVA zahrnuty ve WACC. Jejich výpočet je uveden v příloze číslo 6. Společnost nevyužívá cizích zdrojů k financování svých investic, používá princip samofinancování, což je současný trend nadnárodních firem, proto uvedená příloha nezahrnuje náklady na cizí kapitál. Bezriziková úroková míra je ekvivalentní výnosové úrokové míře státních dluhopisů, která je použita v uvedeném výpočtu. Riziková prémie je využita z internetových stránek významného ekonoma, Aswatha Damodarana, který se zabývá stanovováním rizikových prémie k jednotlivým zemím, ale také k jednotlivým oborům. Ze stejného zdroje je také využit beta koeficient.

Dle vzorce uvedeného na straně 15 je vypočtena EVA. Následující graf shrnuje vývoj ekonomické přidané hodnoty společnost Nestlé mezi lety 2008 a 2012.

Graf 10 Ekonomická přidaná hodnota společnosti Nestlé (údaje v tis. Kč)



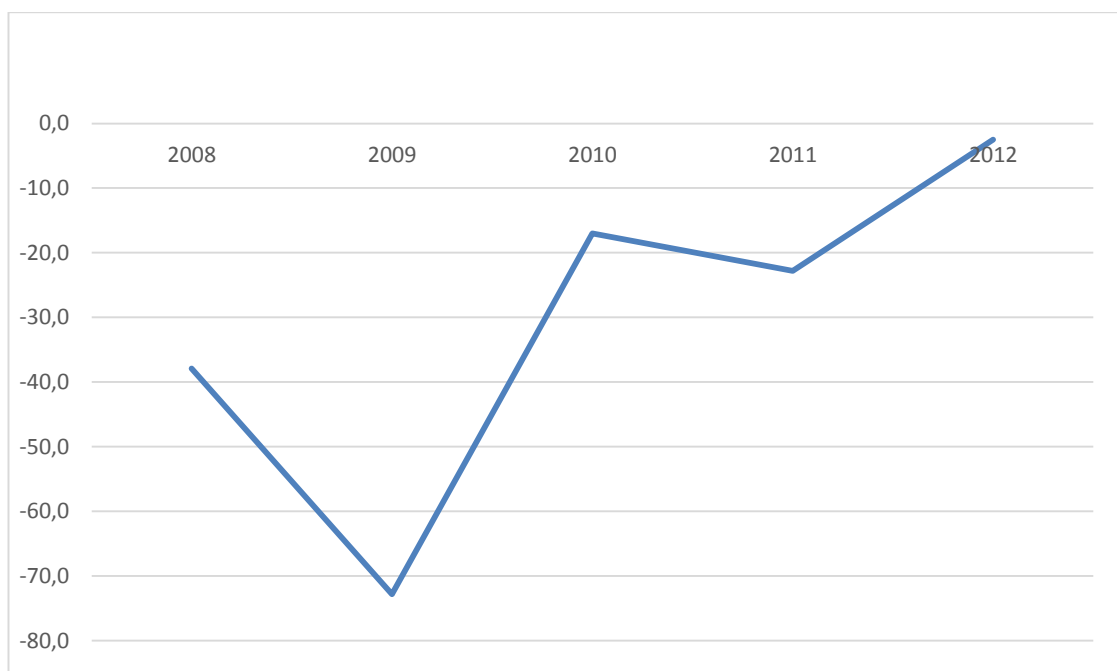
Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Ekonomická přidaná hodnota společnosti Nestlé se vyvíjela poměrně stabilně až na rok 2010, kdy byl nízký hospodářský výsledek, který tímto způsobem ovlivnil ukazatel EVA. V roce 2008 společnost vytvořila přidanou hodnotu ve výši přes 385 milionů Kč a tato hodnota se v průběhu let snižuje, což je zejména ovlivněno klesajícím ziskem zasaženým ekonomickou krizí. Jak je z grafu patrné, v roce 2012 je tato hodnota již 292 milionů Kč. I přes klesající trend jsou tyto hodnoty stále na velmi dobré úrovni.

Společnost by se v této oblasti měla zamyslet nad svým strategickým směřováním, a zda je její snahou maximalizace hodnoty společnosti. Společnosti se úspěšně daří spořít náklady a hlavní otázkou tak zůstává maximalizace zisku. V současné době se již ekonomika oklepává z globální krize a tak lze očekávat i pozitivní vývoj ukazatele EVA do budoucna.

Při srovnání ukazatele EVA společnosti Nestlé s vývojem v odvětví je vidět z jak velké krize se musely společnosti dostávat. Následující graf zachycuje vývoj ukazatele EVA v odvětví.

Graf 11 Vývoj ukazatele EVA v odvětví (v mld. Kč)



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu (2014, online)

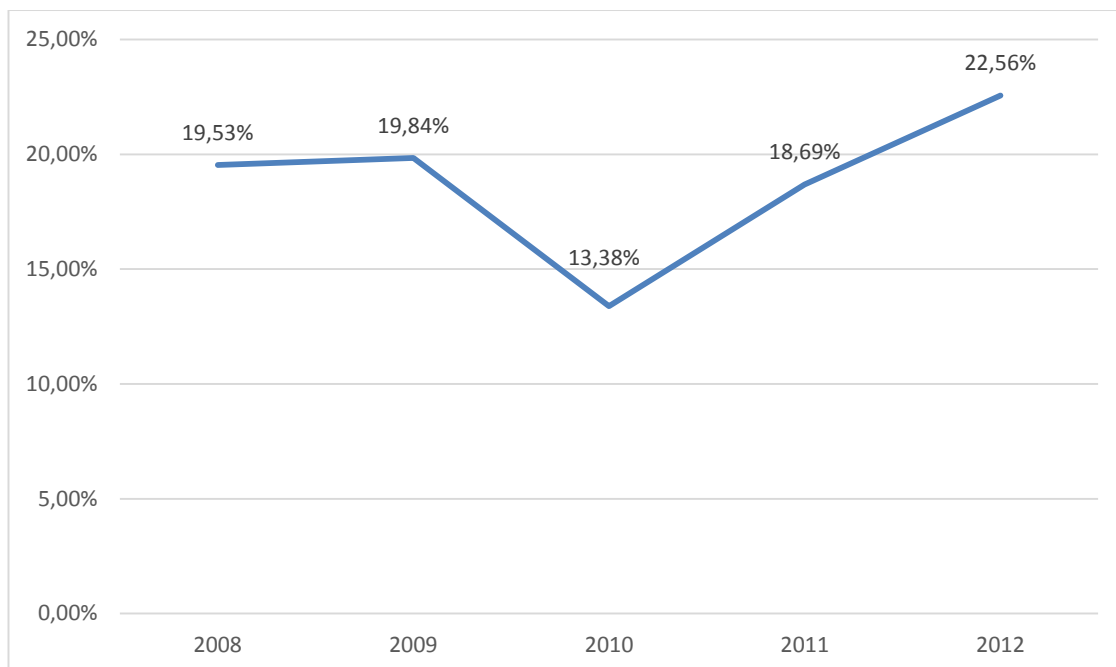
Za celé sledované období je hodnota odvětvové EVA v mínusových hodnotách, v roce 2009 je propad největší, a to -72,8 miliard korun. V roce 2012 je hodnota nejpozitivnější, avšak stále záporná, a to přibližně -2 miliardy korun. Ve srovnání s odvětvovým hodnocením je společnost Nestlé velmi úspěšná ve tvoření přidané hodnoty. Společnost umí tvořit významnou výši přidané hodnoty i v době krize.

4.5 RONA

Výpočet návratnosti čistých aktiv se stejně jako EVA opírá o NOPAT, tedy čistý provozní výsledek hospodaření po zdanění a poměruje ho k čistým aktivům, která jsou tvořena fixními aktivy, finančními aktivy a pracovním kapitálem. Složení RONA, jak již bylo uvedeno, podle Mike a Pippa Bourne (2011, s. 192), je vypočteno pro společnost Nestlé v příloze č. 7 ve zkrácené podobě.

Grafické znázornění vývoje rentability čistých aktiv pro společnost Nestlé mezi lety 2008 a 2012 je následující.

Graf 12 Návratnost čistých aktiv ve společnosti Nestlé (v %)

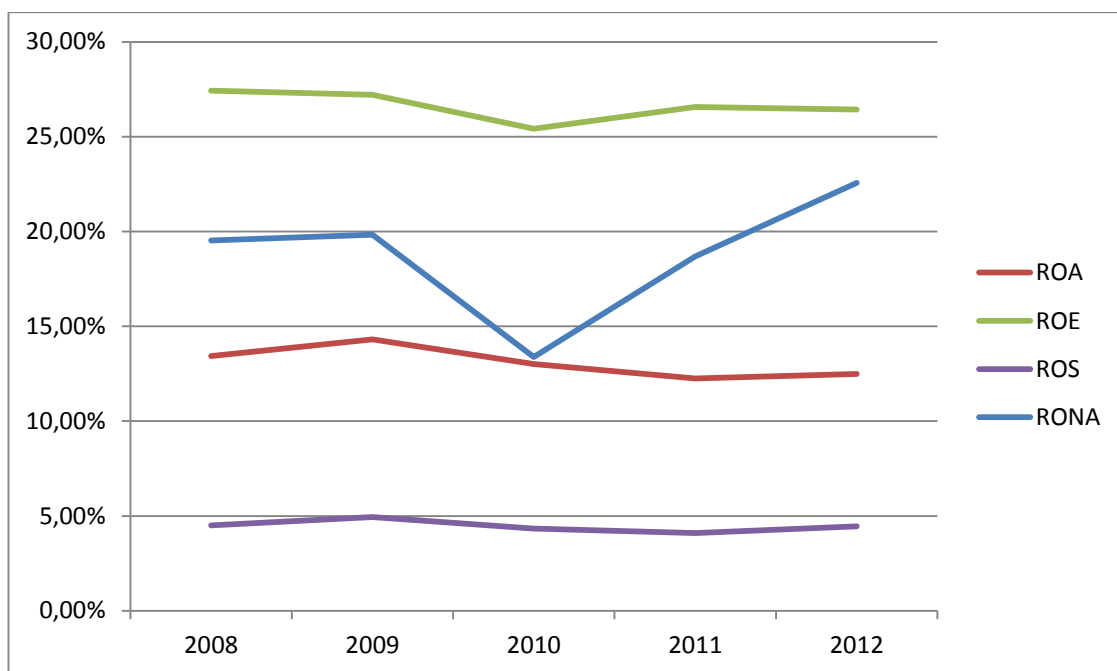


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Uvedené grafické vyjádření opět reflektuje vývoj zisku společnosti. Opět je zde znatelný pokles v roce 2010, což je právě vinou nižšího NOPAT. Rentabilita čistých aktiv se pohybuje od 13% v roce 2010 až k necelým 23% v roce 2012. Důvodem, proč v roce 2012 RONA vzrostla (v porovnání s ukazatelem EVA, která v posledním sledovaném roce klesá), bylo, že klesl jak NOPAT, tak čistá aktiva, což ve výsledku způsobilo vyšší návratnost čistých aktiv. Zde se tedy zdá být vývoj pozitivnější než u předchozího ukazatele. Jak uvádí Dooley (2006, s. 30), hodnota ukazatele například v roce 2012 22%, znamená, že společnost získá navíc 22 haléřů z každé vynaložené koruny aktiv.

Následující graf znázorňuje porovnání ukazatele RONA a dalšími ukazateli rentability z finanční analýzy.

Graf 13 Srovnání ukazatelů rentability a ukazatele RONA (v %)



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

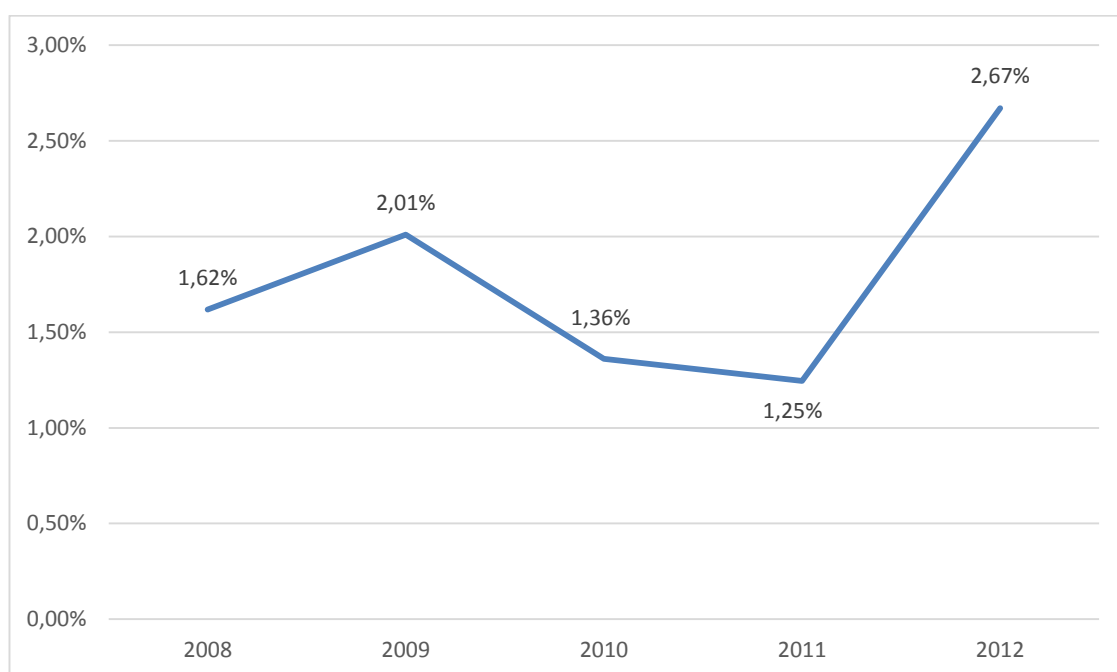
V uvedeném grafu je dobře patrná zvýšená citlivost ukazatele RONA na výši zisku. V roce 2010 došlo k významnému snížení zisku a také k ne tak závažnému snížení čistých aktiv. Proto ukazatel RONA klesá, zatímco ukazatel ROA zůstává přibližně na stejné úrovni jako v ostatních letech. Rok 2012, jak již bylo řečeno, je zkreslen sníženým ziskem a sníženými čistými aktivy. Ve zbylých letech, 2008, 2009 a 2011 se udržuje přibližně stejná výška rozdílu mezi ukazateli rentability aktiv a rentability čistých aktiv.

Na tomto příkladu je viditelné, proč je ukazatel RONA vhodnější k hodnocení výkonnosti společnosti. Díky použití čistého provozního výsledku hospodaření před zdaněním a čistých aktiv lze pozorovat změny v rentabilitě mnohem lépe než při použití klasických ukazatelů rentability. Doporučení pro společnost v tomto směru je nadále udržovat pozitivní trend vývoje rentability, který společnosti přinese pozitivní přidanou hodnotu.

4.6 CROGA

Cash flow rentabilita hrubých aktiv se oproti předchozím dvěma ukazatelům nezabývá provozním výsledkem hospodaření, ale provozním cash flow po zdanění, jehož výpočet obsahuje příloha číslo 2. Toto provozní cash flow je následně poměřeno k hrubým aktivům, jejichž složení uvádí příloha číslo 3. Použitím peněžních toků namísto výsledku hospodaření vzniká přísnější měřítko rentability. Data pro výpočet CROGA pro společnost Nestlé jsou uvedena v příloze č. 8. Následující graf prezentuje vývoj CROGA pro společnost Nestlé v letech 2008 až 2012.

Graf 14 Cash Return on Gross Assets společnosti Nestlé (v %)

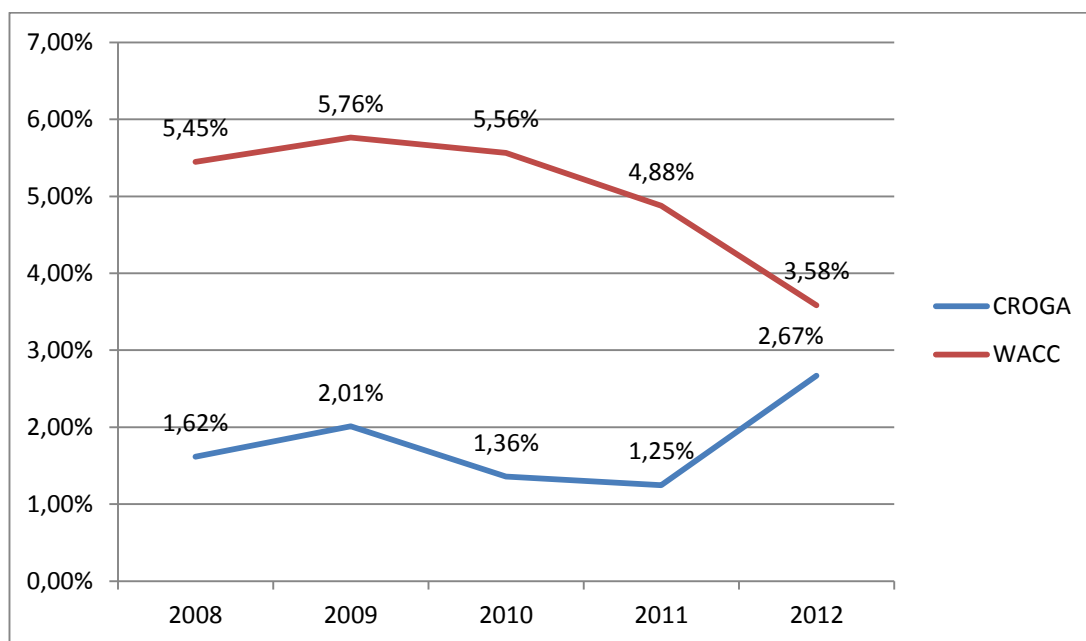


Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

Zde je již patrné, že CROGA je přísnějším měřítkem než ukazatele založené na zisku. Hotovostní návratnost hrubých aktiv společnosti Nestlé se pohybuje mezi jedním a třemi procenty. Nejnižší návratnost byla v roce 2011, kdy došlo k poklesu provozního cash flow po zdanění (OATCF) a zároveň zvýšení hrubých aktiv, ke kterým je OATCF poměřováno. Nejlepší výsledek je naproti tomu dosažen v posledním sledovaném roce. V roce 2012 dosáhla společnost 2,7% hotovostní návratnosti hrubých aktiv, protože významně vzrostlo provozní CF po zdanění. Při porovnání cash flow návratnosti

hrubých aktiv a nákladů na kapitál je opět vidět tvrdší hodnocení společnosti za pomoci tohoto ukazatele. Vývoj CROGA v porovnání k WACC je vidět v následujícím grafu.

Graf 15 Porovnání CROGA a WACC společnosti Nestlé (v %)



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

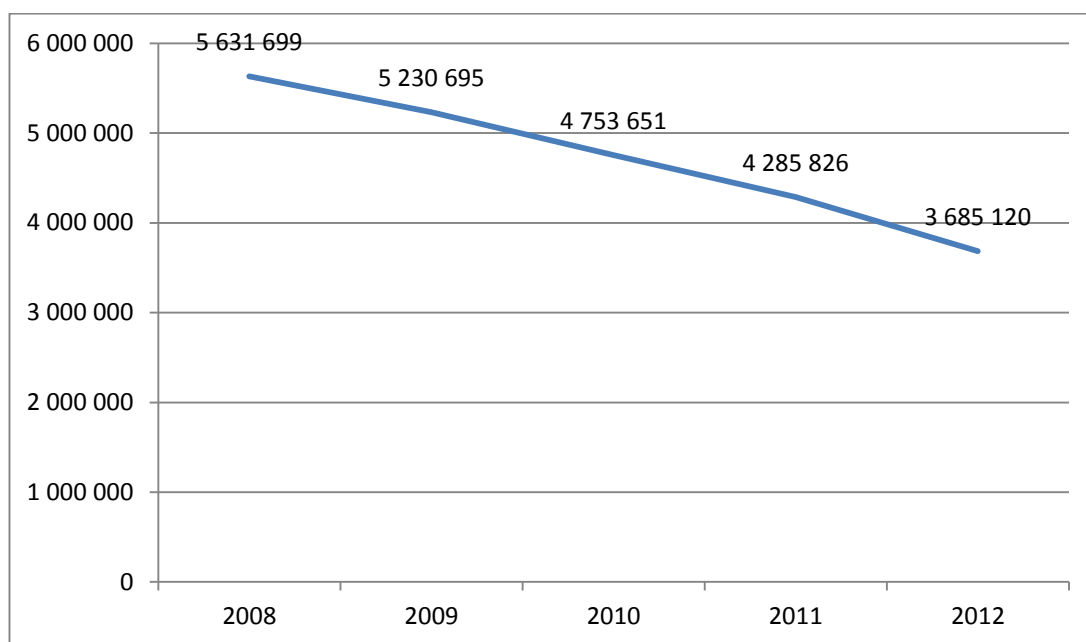
Při pohledu na výše uvedený graf je jasně viditelné, že náklady na kapitál převyšují cash flow návratnost hrubých aktiv. To znamená, že cash flow společnosti není dostatečně vysoké, aby pokrylo náklady na kapitál. V průběhu let se zde však projevuje pozitivní tendence k růstu CROGA a poklesu nákladů na kapitál. Jak již bylo zmíněno, společnost pracuje na snižování nákladů na kapitál a tato snaha se jí daří, bod ke zlepšení je opět na druhé straně. Zde tedy je třeba zapracovat na zvyšování cash flow.

4.7 CFROI

Cash Flow Return on Investment se skládá podle Kislingerové (2010, s. 124) z brutto investiční báze (BIB), brutto cash flow (BCF) a doby použitelnosti aktiv. Tato data za

společnost Nestlé obsahuje příloha číslo 9. Grafické znázornění CFROI společnosti Nestlé a jeho vývoj mezi lety 2008 a 2012 zachycuje následující graf.

Graf 16 Cash Flow Return on Investment společnosti Nestlé (v tis. Kč)



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

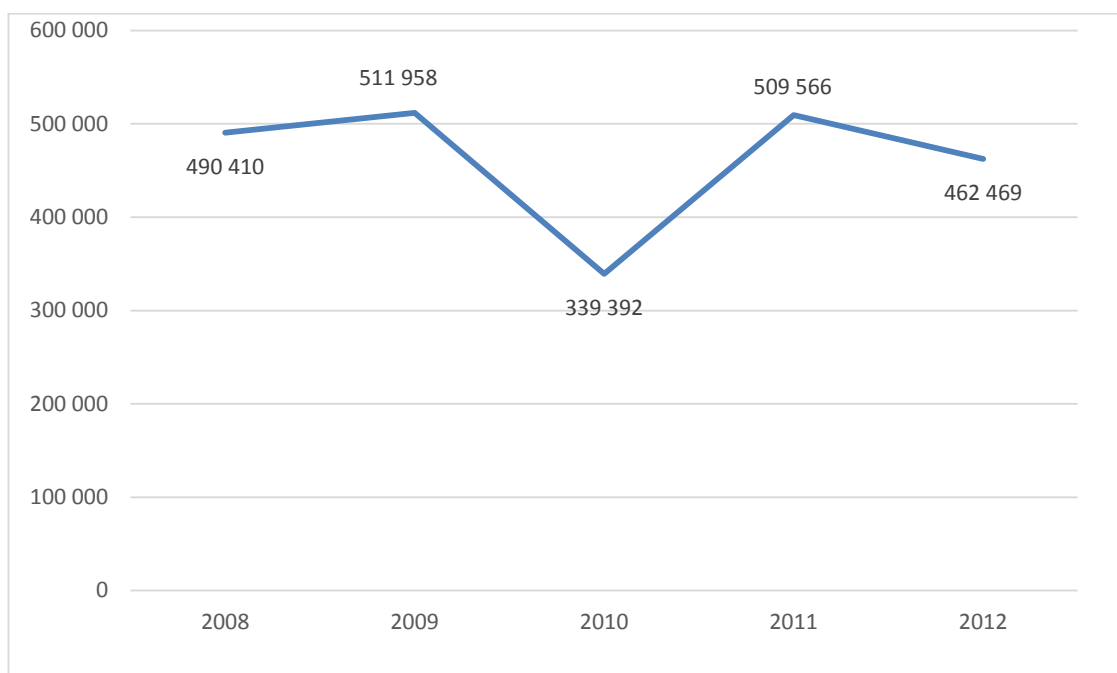
Ve sledovaném období má ukazatel cash flow návratnosti investice klesající tendenci. To je způsobeno klesajícím poměrem hrubé investiční báze k hrubému cash flow. Tyto hodnoty znamenají, že společnosti se její investice do podnikání vyplatí, ale rok od roku stále méně. Ukazatel je také ovlivněn růstem krátkodobých závazků, které jsou do výpočtu zahrnuty prostřednictvím pracovního kapitálu. Tento ukazatel tedy znázorňuje negativní vývoj hotovostní návratnosti prostředků vložených do podnikání. Nestlé by se měla začít zajímat o vývoj svého cash flow a tím pádem i o celkovou výkonnost podnikání.

4.8 CEVA

Cash Economic Value Added se podle Mariniče (2008, s. 42) skládá z čistého cash flow (NCF), hrubých aktiv (GA) a nákladů na kapitál (WACC). Tato data pro společnost Nestlé

obsahuje příloha číslo 10. Následující graf shrnuje údaje o Cash Economic Value Added pro společnost Nestlé a zobrazuje jejich vývoj mezi lety 2008 a 2012.

Graf 17 Cash Economic Value Added (v tis. Kč)



Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

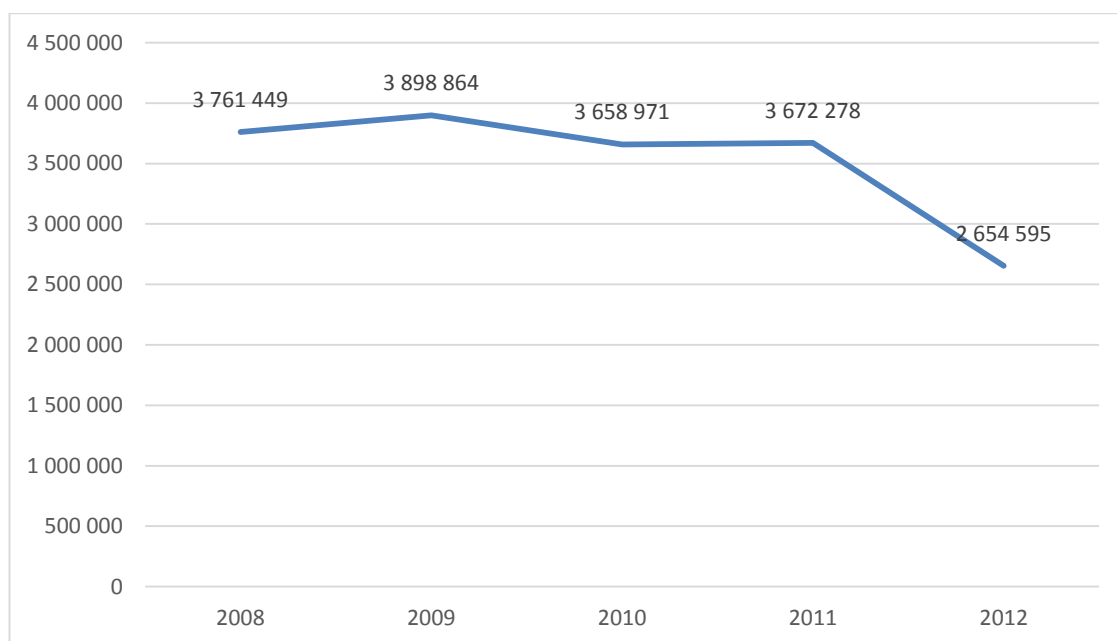
Vývoj ukazatele CEVA kopíruje vývoj EVA. CEVA je ale přísnějším měřítkem než samotná ekonomická přidaná hodnota. V roce 2010 je vidět významné snížení způsobené nižším cash flow než v ostatních letech. V letech 2009 a 2011 je CEVA nejlepší a přesahuje půl miliardy korun, což znamená, že společnost vytváří hotovostní ekonomickou přidanou hodnotu ve výši přibližně půl miliardy Kč. Ve zbývajících letech, 2008 a 2012, je opět viditelný mírný pokles způsobený nižším cash flow.

Společnost by měla sledovat a korigovat vývoj svého cash flow a snažit se tak předcházet negativním výkyvům nejen ukazatele CEVA, ale i dalších hodnotových ukazatelů.

4.9 DCF

Jelikož se tato práce zabývá stanovením hodnoty podniku jako celku, bude diskontované cash flow počítáno metodou Entity, neboli Free Cash Flow to the Firm. Data potřebná k výpočtu jsou uvedena v příloze č. 11. Následující graf shrnuje výsledek výpočtu.

Graf 18 FCFF pro společnost Nestlé (v tis. Kč)



Zdroj: finanční výkazy společnosti (2014, online)

Při stanovení FCFF je vidět výrazný propad v roce 2012 oproti ostatním ukazatelům. Ten je způsoben zejména poklesem pracovního kapitálu. K nižšímu výsledku také přispěl nižší provozní výsledek a zároveň záporný finanční výsledek hospodaření. Stále však platí, že společnost vytváří vysokou přidanou hodnotu, pokud se však chce zlepšovat, měla by se zaměřit na udržování kladného pracovního kapitálu a snižování finančních nákladů.

5 Závěr

Společnost byla analyzována za pomoci ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Následně byly aplikovány ukazatele EVA, RONA, CROGA, CFROI, CEVA a DCF v praxi.

Vzhledem k tomu, že se jedná o velkou a stabilní společnost, jsou i její finanční a hodnotové ukazatele pozitivní. V části finanční analýzy si společnost vede dobře v oblasti aktivity i zadluženosti. Ukazatele rentability jsou velmi dobré a naproti tomu některé ukazatele likvidity jsou příliš nízké. Proto by společnost měla dávat pozor, aby vždy dostala svým závazkům. Při nízké likviditě by se mohla dostat do finančních potíží, komplikací s dodavateli či odběrateli.

Společnost v roce 2012 vytvořila ekonomickou přidanou hodnotu ve výši 292 milionů Kč, ukazatel RONA dosáhl výše 22,6%, cash flow návratnost hrubých aktiv byla 2,7%, ukazatel CEVA dosáhl hodnoty 456 milionů korun a diskontované cash flow bylo 2,7 mld Kč. Již podle těchto hodnot je zřejmé, že společnost nemá problémy s tvorbou přidané hodnoty a její ukazatele jsou ve zdravém rozmezí.

Na příkladu společnosti Nestlé je vidět výhodnost použití moderních ukazatelů namísto klasických. Zatímco v některých základních ukazatelích (například v ukazatelích rentability) zůstala určitá informace schována, v moderním ukazateli (v této práci RONA) vyšla na viditelně na povrch.

Vývoj většiny ukazatelů je ovlivněn zejména proměnlivým ziskem, který se propadl v roce 2010. Ukazatele také byly ovlivněny globální ekonomickou krizí, jež zasáhla celý trh. Zajímavé je srovnání ukazatelů na bázi cash flow a ukazatelů na bázi zisku. Zatímco u ukazatelů na bázi zisku si společnost stojí poměrně dobře, u ukazatelů na bázi cash flow již tak příznivé informace nejsou.

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Společnost by se měla zaměřit především na řízení svého pracovního kapitálu a sledování cash flow. V ostatních ohledech si společnost vede dobře a není třeba přijímat zvláštní opatření. Do budoucna je očekáván pozitivní vývoj, díky postupnému odeznívání ekonomické krize a snaze společnosti o neustálé zlepšování.

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Literatura

Bibliografické zdroje:

BOURNE, M., BOURNE, P. Handbook of Corporate Performance Management. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, 2011. 260 s. ISBN 04-706-6936-5.

BRIGHAM, E. F., EHRHARDT, M. C. Financial management: theory and practice. 13. vyd. South-Western Cengage Learning, 2011. 1152 s. ISBN 14-390-7810-6.

DOOLEY, D. National business. Heineman, 2006. 344 s. ISBN 978-04-354-6235-2.

DRUCKER, P. Managing in a time of great change. Routledge, 2012. 336 s. ISBN 978-11-360-0785-9.

FOTR, J. et al. Tvorba strategie a strategické plánování. Praha: Grada Publishing, 2012. 381 s. ISBN 978-80-2473-985-4.

GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 180 s. ISBN 80-245-1108-8.

HOLLER, A. New metrics for value-based management: enhancement of performance measurement and empirical evidence on value-relevance. 1. vyd. Springer, 2009. 238 s. ISBN 978-383-4984-005.

KISLINGEROVÁ, E. Finanční analýza krok za krokem. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

KISLINGEROVÁ, E. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, E., KNÁPKOVÁ, A. Oceňování podniku. 2. přeprac. A dopl. Vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

MARINIČ, P. Měření firemní výkonnosti. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2007. 208 s. ISBN 978-80-86730-24-0.

MAŘÍK, M. et al. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-861-1961-0.

MCDONALD, M., WILSON, H. Marketing plans: how to prepare them, how to use them. 7. vyd. Chichester, West Sussex, U.K: John Wiley & Sons, 2011. ISBN 978-047-0670-125.

NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P. Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. 2. přeprac. A dopl. Vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. A dopl. Vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

RACHLIN, R. Return on investment manual: tools and applications for managing financial results. Armonk, N.Y.: Sharpe Professional, 1997. 390 s. ISBN 07-656-0014-5.

RAPPAPORT, A. Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors. Simon and Schuster, 1999. 224 s. ISBN 978-06-848-4456-5.

REŽŇÁKOVÁ, M. Finanční řízení podniku v konceptu hodnotového managementu. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2010. 30 s. ISBN 978-80-214-4195-8.

RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza. 4. rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 143 s. ISBN 978-80-2473-916-8.

SABOLOVIČ, M. Oceňování podniku. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008, 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.

SYNEK, M., et al. Podniková ekonomika. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 445 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.

VÁCHAL, J., VOCHOZKA, M. Podnikové řízení. Praha: Grada Publishing, 2013. 688 s. ISBN 978-80-2478-682-7.

VOCHOZKA, M. Metody komplexního hodnocení podniku. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

WAGNER, J. Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 248 s. ISBN 978-80-247-2924-4.

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Internetové zdroje:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ARAD: Systém časových řad. [online] 2014 [cit. 2014-04-04]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=EBA&p_od=200801&p_do=201212&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

DAMODARAN, A. Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. [online] 2014 [cit. 2014-04-04]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

FINAČNÍ VÝKAZTY SPOLEČNOSTI. [online] 2014 [cit. 2014-04-04]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a455405&klic=gchk2w>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. [online] 2014 [cit. 2014-04-13].

Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

NESTLÉ. Historie Nestlé v ČR a SROV. [online] 2014 [cit. 2014-04-04]. Dostupné z:

<http://www.nestle.cz/o-nestle/nestle-v-ceske-a-slovenske-republice/historie-nestle-v-cr-a-sr>, <http://www.nestle.cz/o-nestle/nestle-v-ceske-a-slovenske-republice>

VALUE BASED MANAGEMENT.NET. What is value based management: Definition. Summary of Return On Net Assets: RONA. [online] 2014-06-12 [cit. 2014-03-03].

Dostupné z:

http://www.valuebasedmanagement.net/faq_what_is_value_based_management.html,
http://www.valuebasedmanagement.net/methods_rona.html

STERN STEWART & CO. [online] 2014 [cit. 2014-03-03]. Dostupné z:

<http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>

STERN VALUE MANAGEMENT, YANG, J., UY, J. EVA and Operational Analysis.

[online] 2014 [cit. 2014-03-03]. Dostupné z:

<http://sternvaluemanagement.com/blog.php?id=17>

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 1 Příklad zpracování ukazatele RONA

EXHIBIT 2-1—Sample Policy	
MOTOROLA, INC. WORLDWIDE CORPORATE FINANCIAL PRACTICES AND POLICIES	
RETURN ON NET ASSETS (RONA)	
Effective Date:	
Revised Date:	
Current Date:	
Revised By:	
Reviewed By:	
Approved By:	Accounting Policy Council
PURPOSE	
To define the RONA Ratio, the components which make up the RONA Ratio and the time periods to be employed in the measurement and reporting of RONA.	
SCOPE	
This WWCFFP is applicable to Total Motorola and all Sector/Groups, Divisions, units and subsidiaries of the Corporation.	
CONTENTS	
1.0	RONA Ratio
2.0	Net RONA Assets
3.0	RONA Receivables/Payables
4.0	RONA—Total Motorola
5.0	Responsibility
1.0	RONA Ratio
1.1	The RONA Ratio is a measurement relating profitability to asset management. The basic RONA Ratio can be stated as follows:
	$\frac{\text{Sum of 12 Months Net Profit } \$}{\text{Sum of 12 Months Net Sales } \$} \times \frac{\text{Sum of 12 Months Net Sales } \$}{\text{Average of 13 Months Net RONA Assets}}$
	OR
	$\text{Net Profit } \% \times \text{Net RONA Asset Turnover} = \text{RONA}$
1.2	"Sum of 12 Months" is the current month just ended plus the prior 11 months.
1.3	"Average of 13 Months Net RONA Assets" is the sum of RONA assets for the month just ended plus the prior 12 months divided by 13.
1.4	Net Profit equals the profit after tax appearing on the Sector/Groups P&Ls for full profit visibility.
2.0	Net RONA Asset Outline
2.1	Qualified RONA Assets
2.1.1	Cash
2.1.2	Accounts Receivable Net
2.1.3	*Rona Receivables* (Section 3.0)
2.1.4	Cost Recoverable from Government Contracts
2.1.5	Inventories Net
2.1.6	Deferred Taxes Current
2.1.7	Other Current Assets
2.1.8	Net Plant and Equipment (Fixed and ELO)
2.1.9	Investment in Wholly Owned Subs
2.1.10	Investment in Nonconsolidated Subs
2.1.11	Sundry Assets

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

2.1.12 = (1) RONA Qualified Assets

NOTE: By definition, Capitalized Leases are included in RONA Qualified Assets, since the related assets would be included in the balance sheet (i.e., Fixed Assets, etc.)

2.2 Qualified RONA Liabilities

- 2.2.1 Accounts Payable
- 2.2.2 Accrued Compensation
- 2.2.3 Federal Income Tax
- 2.2.4 Other Taxes
- 2.2.5 Profit Sharing
- 2.2.6 Accrued Warranties
- 2.2.7 Other Current Liabilities
- 2.2.8 *RONA Payables* (Section 3.0)
- 2.2.9 Deferred Taxes Non-Current
- 2.2.10 Other Non-Current Liabilities
- 2.2.11 Minority Interest

2.2.12 = (2) RONA Qualified Liabilities

(1) minus (2) = Net RONA Assets

2.3 Items specifically excluded from Net RONA Assets are:

- 2.3.1 Cash Equivalents
- 2.3.2 Marketable Securities
- 2.3.3 Notes Payable
- 2.3.4 Current Portion of Long-Term Debt
- 2.3.5 All Related Party Accounts (Including Domestic Debt)
- 2.3.6 Long Term Debt
- 2.3.7 All Shareholders Equity (Including CTA Accounts)

The sum of items 3 through 7 above, less item 1 and 2, is the contra-balance to Net RONA Assets.

3.0 RONA Receivable/Payables

- 3.1 In order to reflect the effects of related party sales and purchases on the RONA base, RONA receivables/payables are stated on the Sector/Group balance sheet. The RONA receivables/payables should equal 1/12 of the original budgeted related party sales/purchases. This entry is made in January of each year and coordinated by Corporate Accounting to ensure that consolidated Motorola RONA receivables/payables equal zero.

4.0 RONA—Total Motorola

- 4.1 Net RONA Assets for Total Motorola do not equal the sum of the Sector/Groups Net RONA Assets. This difference is caused by the following:
 - 4.1.1 Items appearing on Corporate books not allocated back to the Sector/Groups (i.e., economic translation gain/loss).
 - 4.1.2 Corporate consolidation entries.
- 4.2 Net Sales and Net Profits % are used in the RONA Ratio by Corporate Accounting consistent with the Sector/Groups. (Net Profit % is Net Profit divided by Net Sales.)

The total Net Sales and Net Profit % for Total Motorola will not equal the sum of the Sector/Groups because of:

 - Corporate Sales/Profits.
 - Corporate consolidation entries.

5.0 Responsibility

- 5.1 Sector/Group controllers are responsible for ensuring that RONA numbers reported are per these definitions.

Reproduced by permission of Motorola, Inc.

Zdroj: Rachlin (1997, s. 24, 25)

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 2 Výpočet čistého provozního cash flow

Položka		Poznámka
Neprovozní a mimořádné operace	- Tržby z prodeje investičního majetku	Prodej investičního majetku má mimořádný charakter
	+ Zůstatková cena prodaného investičního majetku	
	- Tržby z prodeje materiálu	Prodej materiálu má mimořádný charakter
	+ Prodaný materiál	
	- Zúčtování opravných položek	Skutečnosti vedoucí k tvorbě opravných položek mají přechodný charakter, proto jsou náklady a výnosy s jejich tvorbou a výnosem vyloučeny
	+ Tvorba opravných položek	
	- Ostatní výnosy neprovozního charakteru	1. Jednorázové odpisy při fyzické likvidaci IM 2. Odpis a výnosy z odepsaných pohledávek
+ Ostatní náklady neprovozního charakteru		
Provozní položky z HV z finančních a mimořádných operací	+ Výnosy nepatřící účetně do provozního HV, které mají provozní charakter	1. Kurzové zisky a ztráty provozního charakteru (např. vznikající při prodeji výrobků a služeb či při nákupu materiálu) 2. Služby banky – úroky
	- Náklady nepatřící do provozního HV, které mají provozní charakter	
- Daň ze zisku		Zákonem stanovená sazba daně. Je však vhodné, aby byla fixována pro účely řízení provozu podniku v daném období, aby nedocházelo k výkyvům ukazatelů CROGA a CEVA vlivem změn v daňových zákonech a aby bylo možné identifikovat vliv provozu společnosti na daný ukazatel.
Úprava o nepeněžní položky	+ Odpisy	Pouze odpisy z používaných aktiv, nikoliv jednorázové odpisy z titulu vyřazení dosud neodepsaných aktiv
	- Zúčtování rezerv	
	+ Tvorba rezerv	
+ Dlouhodobé pronájmy a leasing		
Čisté provozní cash flow		

Zdroj: Marinič (2008, s. 45)

Vysoká škola ekonomie a managementu

info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 3 Výpočet hrubých aktiv

Položka	Poznámka
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek v pořizovací ceně	
+ Dlouhodobý majetek v pořizovací ceně	
+ Dlouhodobý nehmotný majetek v pořizovací ceně	
+ Dlouhodobě najatý majetek v pořizovací ceně	
+ Pracovní kapitál	
+ Pohledávky	Pouze se vztahem k provozní činnosti.
– Krátkodobé závazky	Pouze se vztahem k provozní činnosti.
+ Zásoby	
+ Ostatní čistá aktiva	Náklady příštích období Příjmy příštích období Dohadné účty aktivní Kurzové rozdíly aktivní
– Ostatní pasiva	Výdaje příštích období Výnosy příštích období Dohadné účty pasiv Kurzové rozdíly pasivní
Hrubá aktiva	

Zdroj: Marinič (2008, s. 46)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 4 Výpočet ukazatele CFROI

1) Brutto investiční báze

a. Neodepisovaná aktiva

Oběžný majetek (bez zásob)
+ Dlouhodobý finanční majetek
+ Přejídná aktiva

= Monetární aktiva
- Neúročené závazky

= Netto monetární aktiva
+ Zásoby
+ Pozemky

= Netto hodnota plánovitě neodepisovaných aktiv

b. Odepisovaná aktiva

Odepisovaný dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek netto
+ Oprávky
+ Úprava o inflaci

2) Brutto Cash Flow

Výsledek hospodaření trvalý (bez mimořádných, neperiodických a neoperačních
nákladů a výnosů)

+ Odpisy plánované
+ Placené úroky
+ Inflační ztráta u monetárních aktiv

3) Doba využití

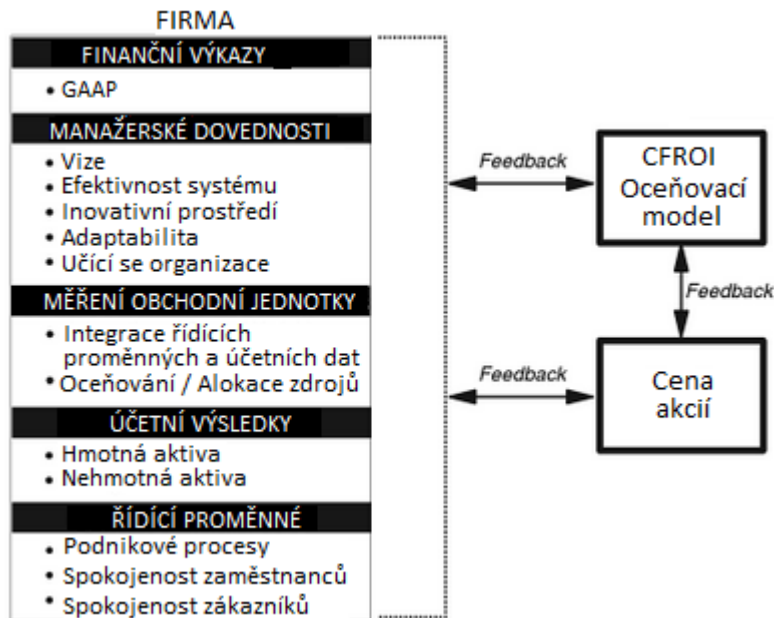
$$\text{Doba využití} = \frac{\text{Odepisovaná dlouhodobá aktiva v pořizovacích cenách}}{\text{Roční lineární odpisy}}$$

Zdroj: Mařík, Maříková (2005, s. 113)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 5 Analýza firmy jako komplexního systému



Zdroj: vlastní úprava podle Madden (1999, s. 7)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 6 Výpočet WACC pro společnost Nestlé mezi lety 2008 až 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
WACC	5,45%	5,76%	5,56%	4,88%	3,58%
Náklady na vlastní kapitál	15,16%	14,46%	14,26%	13,85%	9,92%
Bezriziková úroková míra	4,30%	3,98%	3,89%	3,70%	1,92%
Beta koeficient	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
Riziková prémie	9,20%	8,88%	8,79%	8,60%	6,78%
Podíl vlastního k celkovému kapitálu (E/C)	0,36	0,40	0,39	0,35	0,36

Zdroj: Damodaran (2014, online), ČNB (2014, online), finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 7 Výpočet RONA pro společnost Nestlé (údaje v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT	622 247	618 368	397 791	549 555	443 115
Net Assets	3 186 075	3 117 097	2 971 997	2 941 122	1 964 161

Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 8 Výpočet CROGA pro společnost Nestlé (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
OATCF	89 181	112 142	72 318	70 313	124 562
GA	5 513 772	5 579 979	5 316 391	5 646 773	4 664 309

Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 9 Výpočet CFROI pro společnost Nestlé (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
BIB	3 067 940	3 158 395	3 002 996	3 363 935	2 348 443
BCF	818 630	845 640	755 070	785 313	786 756
Doba využití (v letech)	9	8	8	7	7
Neodepisovaná aktiva	681 820	995 562	937 919	1 369 379	289 374
Pracovní kapitál	630 381	950 356	892 484	944 546	-137 895

Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 10 Výpočet CEVA pro společnost Nestlé (v tis. Kč a v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
NCF	755 990	778 557	585 325	738 693	634 333
GA	5 513 772	5 579 979	5 316 391	5 646 773	4 664 309
WACC	5,45 %	5,76 %	5,56 %	4,88 %	3,58 %

Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

Příloha 11 Výpočet FCFF pro společnost Nestlé (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření	787 655	772 960	491 100	678 463	547 056
Finanční výsledek hospodaření	-129 304	-98 318	98 330	-58 884	28 315
Daň	177 818	172 830	151 134	179 956	117 360
Odpisy	264 415	283 863	263 114	293 553	275 410
Investice do pracovního kapitálu	630 381	950 356	892 484	944 546	-137 895
Investice do dlouhodobého majetku	2 386 120	2 162 833	2 065 077	1 994 556	2 059 069

Zdroj: finanční výkazy společnosti a vlastní výpočet (2014, online)