

SOUKROMÁ VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ ZNOJMO s.r.o.

Bakalářský studijní program: **Ekonomika a management**

Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**

FINANČNÍ STRUKTURA VYBRANÉHO PODNIKU - KONFRONTACE TEORIE A PRAXE

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

Autor: **Petra KUDLÁČKOVÁ**

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. František KALOUDA, MBA, CSc.**

Znojmo, 2011

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma „Finanční struktura vybraného podniku – konfrontace teorie a praxe“ vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v seznamu použitých zdrojů.

Ve Stříteži dne 24. 11. 2011


.....
Petra KUDLÁČKOVÁ

PODĚKOVÁNÍ

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucímu bakalářské práce, Ing. Františku KALOUDOVÍ, MBA, CSc. za pomoc a cenné připomínky při zpracování práce. Dále bych chtěla poděkovat vedení společnosti, o které pojednává praktická část, za vstřícnost při poskytování informací potřebných pro vypracování.



ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Autor **Petra KUDLÁČKOVÁ**
Bakalářský studijní program Ekonomika a management
Obor Účetnictví a finanční řízení podniku

Název: **Finanční struktura vybraného podniku - konfrontace
teorie a praxe**

Název (v angličtině): The financial structure of the selected company - the confrontation of
theory and practice

Zásady pro vypracování:

1. Definice předmětu a cíle bakalářské práce
2. Stanovisko odborné literatury k předmětu bakalářské práce
3. Výběr a charakteristika podniku pro porovnání teorie a praxe
4. Analýza finanční struktury vybraného podniku
5. Závěrečné vyhodnocení získaných údajů a doporučení pro podnik

Rozsah práce: 50

Seznam odborné literatury:

1. GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
2. KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.
3. KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
4. SYNEK, M. a kol. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
5. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.

Datum zadání bakalářské práce: květen 2010

Termín odevzdání bakalářské práce: duben 2011



Petra KUDLÁČKOVÁ
autor

Ing. František KALOUDA, MBA, CSc.
vedoucí bakalářské práce

Prof. PhDr. Kamil FUCHS, CSc.
rektor SVŠE Znojmo

ABSTRAKT

Tématem bakalářské práce je finanční struktura podniku se zaměřením na porovnání teorie a praxe. Práce je rozdělena do dvou částí, teoretické a praktické.

Teoretická část se v úvodu zabývá vymezením pojmu finanční struktura a jejím rozdělením na vlastní a cizí zdroje. Další část je věnována přehledu nákladů kapitálu. Teoretická část je ukončena popisem nejznámějších teoretických přístupů optimalizace kapitálové struktury.

Praktická část je zahájena představením vybrané akciové společnosti, následuje finanční analýza se zaměřením na finanční strukturu a výpočet nákladů kapitálu. V závěru práce je zahrnuto hodnocení získaných údajů a krátké doporučení pro společnost.

Klíčová slova: finanční struktura, náklady kapitálu, optimální kapitálová struktura

ABSTRACT

The central theme of the bachelor thesis is the financial structure of the company with a focus on the confrontation of theory and practice. The work is divided into two parts, theoretical and practical.

The introduction of the theoretical part deals with the definition of a concept of the financial structure and its division into own capital and loan capital. The next part is devoted to a review of the cost of capital. The theoretical part is completed by a description of the best-known theoretical approaches to optimization of capital structure.

The practical part begins with an introduction to the selected joint-stock company, followed by a financial analysis focused on the financial structure and calculation of cost of capital. In conclusion, the work includes an evaluation of the data and a brief recommendation for the company.

Keywords: financial structure, the cost of capital, optimal capital structure

OBSAH

ÚVOD.....	8
CÍL PRÁCE A METODIKA	9
1 FINANČNÍ STRUKTURA PODNIKU	10
1.1 Definice pojmu finanční struktura podniku	10
1.2 Rozvaha.....	11
1.3 Zdroje financování podniku	11
1.4 Vlastní kapitál.....	12
1.4.1 Základní kapitál	12
1.4.2 Kapitálové fondy	12
1.4.3 Fondy ze zisku	12
1.4.4 Nerozdělený hospodářský výsledek minulých let.....	13
1.4.5 Hospodářský výsledek běžného účetního období	13
1.5 Cizí kapitál.....	13
1.5.1 Rezervy	13
1.5.2 Dlouhodobé závazky	13
1.5.3 Krátkodobé závazky	13
1.5.4 Bankovní úvěry.....	13
1.6 Souvislost majetkové a finanční struktury	14
1.6.1 Zlatá pravidla financování	14
1.6.2 Čistý pracovní kapitál	15
1.7 Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů.....	15
1.7.1 Ziskový účinek finanční páky	15
1.7.2 Index finanční páky	16
1.8 Dividendy a dividendová politika podniku	16
1.8.1 Základní druhy dividendové politiky	16
2 NÁKLADY KAPITÁLU	17
2.1 Náklady na pořízení jednotlivých druhů kapitálu.....	17
2.2 Náklady vlastního kapitálu.....	18
2.2.1 Stavebnicová metoda	19
2.2.2 Dividendový model	19
2.3 Náklady cizího kapitálu	19
2.4 Náklady na celkový kapitál	20
2.5 Náklady finanční tísně	20
3 OPTIMALIZACE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY.....	21
3.1 Teorie optimální kapitálové struktury	21

3.1.1	Model MM.....	21
3.1.2	Kompromisní teorie kapitálové struktury	22
3.1.3	Teorie hierarchického pořádku	23
3.1.4	Teorie kapitálové struktury Brealeyho – Myerse.....	24
3.2	Praxe při uplatňování teorie optimální kapitálové struktury	24
4	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI	26
4.1	Charakteristika vybrané společnosti	26
4.1.1	Základní údaje společnosti.....	26
4.1.2	Historie společnosti	26
4.1.3	Předmět podnikání.....	27
4.1.4	Organizační struktura společnosti.....	28
4.2	Analýza absolutních ukazatelů.....	28
4.2.1	Analýza aktiv	29
4.2.2	Analýza pasiv.....	31
4.2.3	Analýza výsledku hospodaření	36
4.3	Analýza rozdílových ukazatelů	37
4.3.1	Čistý pracovní kapitál	37
4.3.2	Ostatní fondy finančních prostředků.....	38
4.4	Bilanční pravidla	39
4.4.1	Zlaté bilanční pravidlo financování	39
4.4.2	Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika.....	39
4.4.3	Zlaté bilanční pari pravidlo.....	39
4.4.4	Zlaté bilanční poměrové pravidlo	40
4.5	Analýza poměrových ukazatelů	40
4.5.1	Ukazatele aktivity	40
4.5.2	Ukazatele likvidity.....	41
4.5.3	Ukazatele rentability.....	41
4.5.4	Ukazatele zadluženosti	43
4.5.5	Ziskový účinek finanční páky.....	43
4.6	Shrnutí finanční analýzy.....	44
5	NÁKLADY KAPITÁLU	46
5.1	Náklady vlastního kapitálu.....	46
5.1.1	Dividendová politika společnosti.....	46
5.1.2	Dividendový model	46
5.1.3	Komplexní stavebnicová metoda.....	47
5.2	Náklady cizího kapitálu	49
5.3	Náklady na celkový kapitál	50
5.4	Shrnutí nákladů na kapitál.....	53
	NÁVRHY A DOPORUČENÍ.....	54
	ZÁVĚR	55

ÚVOD

Zdroje financování v souvislosti s finanční strukturou podniku a volba optimálního složení těchto zdrojů patří mezi nejvýznamnější problémové oblasti finančního řízení. Optimální kapitálová struktura podniku je v teorii i praxi finančního řízení dlouhodobě diskutovaným problémem. Za kritérium optimální kapitálové struktury se považuje optimální podíl dluhu a vlastního kapitálu na celkovém kapitálu podniku. Často se za optimalizaci kapitálové struktury považuje také maximalizace tržní hodnoty firmy – obecně považovaná za hlavní cíl podniku.

Pro svou bakalářskou práci jsem si zvolila téma „Finanční struktura vybraného podniku – konfrontace teorie a praxe.“ V teoretické části se budu věnovat charakteristice finanční struktury podniku a jejím rozdělením na vlastní a cizí zdroje. Dále zde budu uvádět náklady na jednotlivé druhy kapitálu a přehled přístupů k optimální struktuře kapitálu.

Praktická část je zaměřena na finanční strukturu akciové společnosti, která je jednou z největších českých firem ve svém oboru. Finanční analýzou za posledních šest let se budu snažit o celkové zhodnocení finanční situace a identifikaci významných činitelů ve finanční struktuře společnosti. Od finanční analýzy očekávám, že vyjádří míru finančních rizik, které vyvolává stávající způsob financování.

Náklady kapitálu výrazně ovlivňuje míra zadluženosti podniku – poměr vlastních a cizích zdrojů. V praktické části se tedy také budu zabývat výpočtem nákladů na vlastní a cizí kapitál a výsledkem výpočtů by mělo být stanovení optimální míry zadlužení společnosti, tedy optimální složení finanční struktury podniku.

Společnost si nepřála být zveřejněna, proto zde neuvádím název společnosti, sídlo a identifikační číslo.

CÍL PRÁCE A METODIKA

Práce je rozdělena do dvou částí – teoretické a praktické. V teoretické části je cílem charakteristika finanční struktury podniku včetně pravidel pro její hodnocení a teoretických přístupů k volbě optimální kapitálové struktury.

V praktické části je cílem popis finanční struktury vybrané společnosti, finanční analýza v časovém horizontu šesti let, výpočet nákladů na vlastní, cizí a celkový kapitál a stanovení optimální kapitálové struktury.

V závěru dojde k porovnání získaných údajů z teoretické a praktické části, provedení jejich zhodnocení a návrh doporučení pro společnost.

V praktické části bude využita finanční analýza vybraných absolutních, rozdílových a poměrových ukazatelů ke zhodnocení finanční struktury podniku. Pro výpočet nákladů na kapitál bude zvolena metoda popsána v teoretické části práce. Výsledky budou zpracovány do tabulek a zobrazeny graficky.

Při zpracování praktické části budou použity veřejně dostupné dokumenty, výroční zpráva včetně rozvahy, výkazu zisků a ztrát, přílohy k účetní závěrce, webové stránky společnosti a dále vlastní úvahy a postřehy z pozice zaměstnance.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Finanční struktura podniku

1.1 Definice pojmu finanční struktura podniku

Finanční struktura podniku představuje strukturu celkového podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho celkový majetek. Ze statického hlediska je finanční struktura zachycena v pasivech rozvahy, jako stav k určitému okamžiku. Z dynamického hlediska představuje složení celkového kapitálu, ze kterého je financován přírůstek celkového majetku podniku.

Vedle pojmu finanční struktura je používán i pojem kapitálová struktura. Ve finanční teorii je kapitálová struktura charakterizována jako struktura dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován fixní majetek a trvalá část oběžného majetku. Finanční struktura je tedy širší pojem než kapitálová struktura, kterou lze chápat jako část finanční struktury. Pro účely práce zde budu uvažovat pojmem kapitál veškeré finanční zdroje podniku, nejen dlouhodobé, jak uvádí odborná literatura.¹

„Celková velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech, zejména:

- velikosti podniku, přičemž samotná velikost podniku by měla být optimální; obecně platí: čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje,
- stupni mechanizace, automatizace, robotizace (čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál),
- rychlosti obratu kapitálu (čím rychlejší obrat, tím menší kapitál),
- organizaci odbytu (podnik s vlastní prodejní sítí vyžaduje vyšší kapitál než prodej přes obchodní podniky) aj.“²

Podnik by měl mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Má-li kapitálu více, je jeho využití nehospodárné, říkáme, že podnik je **překapitalizován**. To u akciové společnosti znamená, že bylo emitováno více akciového kapitálu, než může být efektivně použito. Výsledkem potom je, že akciová společnost nevytváří takový zisk, aby akcionáři dostali požadovanou míru dividend. Obvyklým ukazatelem překapitalizovaní podnik je poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku. Je-li tento podíl větší než jedna, hovoříme o překapitalizování.³

¹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 264.

² SYNEK, M., aj. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, str. 122.

³ SYNEK, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, str. 50.

Má-li podnik kapitálu tak málo, že to způsobuje poruchy v chodu podniku, říkáme, že podnik je **podkapitalizován**. Podnik se zadlužuje u svých dodavatelů, dostává do platební neschopnosti, což bývá počátkem jeho konce. Ukazatelem podkapitalizování může být poměr dlouhodobého majetku k dlouhodobým zdrojům. Je-li jeho hodnota větší než jedna, jsou stálá aktiva kryta i krátkodobými závazky a podnik je podkapitalizován.⁴

1.2 Rozvaha

Rozvaha je základním účetním výkazem každého podniku a informuje nás o tom, jaký majetek podnik vlastní a z čeho je majetek financován. Finanční struktura podniku společně s majetkovou strukturou tvoří rozvahu podniku, zobrazuje konečný stav aktiv a pasiv k určitému časovému okamžiku. Základem pro sestavení rozvahy je bilanční rovnice, která vyjadřuje rovnováhu aktiv a pasiv, tedy rovnováhu majetkové a finanční struktury podniku.

$$\text{Aktiva} = \text{Pasiva}$$

$$\text{Majetková struktura podniku} = \text{Finanční struktura podniku}$$

1.3 Zdroje financování podniku

Finanční zdroje podniku dělíme:

- a) z časového hlediska na **dlouhodobé**, s dobou splatnosti delší než jeden rok a na **krátkodobé** se splatností do jednoho roku,
- b) z hlediska vlastnictví na **vlastní** zdroje, jenž má podnik trvale k dispozici a tvoří vlastní kapitál podniku a **cizí** zdroje, které tvoří všechny závazky, rezervy a úvěry,
- c) podle zdroje, ze kterého do podniku plynou, na **interní**, které vznikají na základě vlastní činnosti podniku (např. zisk, odpisy) a **externí** zdroje, plynoucí do podniku od jiných subjektů (např. půjčky, úvěry a dotace),
- d) podle účelu na **peníze**, určené na zabezpečení platební schopnosti a likvidity, uspokojují zpravidla krátkodobou finanční potřebu a získávají se na peněžním trhu a dále **kapitál**, určený na založení, rozšíření nebo modernizaci podniku, vkládá se do podniku trvale nebo dlouhodobě.

⁴ SYNEK, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, str. 50.

1.4 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je kapitál, který patří majiteli podniku a je hlavním nositelem podnikatelského rizika. Jeho podíl na celkovém kapitálu je proto ukazatelem finanční jistoty podniku. Vlastní kapitál není stálou veličinou, ale mění se podle výsledků hospodaření v příslušném období.⁵

1.4.1 Základní kapitál

Základní kapitál se v akciové společnosti vytváří povinně, vzniká emisí akcií o určité jmenovité (nominální) hodnotě, jeho výše se zapisuje do Obchodního rejstříku a musí být vyjádřen v jednotkách české měny. Základní kapitál společnosti založené s veřejnou nabídkou akcií musí činit alespoň 20 000 000 Kč, bez veřejné nabídky akcií musí činit alespoň 2 000 000 Kč.⁶

1.4.2 Kapitálové fondy

Kapitálové fondy představují externí kapitál, který podnik získal zvnějšku, ale nejedná se o cizí kapitál. Hlavní část tvoří emisní ážio, tj. kladný rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich cenou nominální při upisování nebo navyšování základního kapitálu. Kapitálové fondy tvoří také dary, dotace, oceňovací rozdíly přecenění majetku a kapitálových účastí.⁷

1.4.3 Fondy ze zisku

Fondy ze zisku jsou tvořeny interně ze zisku. Patří sem rezervní fond nebo fondy vytvořené na základě vlastního rozhodnutí společnosti (např. sociální fond). Rezervní fond vytváří akciová společnost povinně ze zisku běžného účetního období po zdanění, a to v prvním roce, kdy je vytvořen čistý zisk ve výši nejméně 20 % z čistého zisku a maximálně 10 % z hodnoty základního kapitálu, v dalších letech nejméně 5 % z čistého zisku až do dosažení výše nejméně 20 % základního kapitálu.⁸

⁵ SYNEK, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, str. 51.

⁶ ÚZ: *Obchodní zákoník a další zákony*. Ostrava-Hrabůvka: Sagit, 2010, str. 51.

⁷ SYNEK, M., aj. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, str. 123.

⁸ ÚZ: *Obchodní zákoník a další zákony*. Ostrava-Hrabůvka: Sagit, 2010, str. 81.

1.4.4 Nerozdělený hospodářský výsledek minulých let

Hospodářský výsledek minulých let představuje část zisku, která nebyla použita do fondů nebo na vyplacení na dividendy a převádí se do dalšího období. Výsledkem hospodaření minulých let však může být i ztráta, a to i kumulovaná za několik let.

1.4.5 Hospodářský výsledek běžného účetního období

Hospodářský výsledek běžného účetního představuje rozdíl výnosů a nákladů v daném účetním období. Pokud přesahují výnosy nad náklady, generuje podnik zisk, v opačném případě se jedná o ztrátu.

1.5 Cizí kapitál

Cizí kapitál je dluhem podniku, který podnik musí v určené době splatit.

1.5.1 Rezervy

Rezervy jsou tvořeny na vrub nákladů podniku (snižují vykazovaný zisk), představují zdroje krytí očekávaných výdajů v budoucnosti. Rozlišujeme rezervy zákonné, které patří do daňově uznatelných nákladů (např. rezervy na opravy hmotného majetku) a ostatní, které musí být upraveny vnitřním předpisem společnosti (např. rezervy na kurzové ztráty, na záruční opravy, na rizika a ztráty z podnikání).

1.5.2 Dlouhodobé závazky

Dlouhodobé závazky jsou ve finanční struktuře závazky z obchodního styku delší než jeden rok; patří sem i emitované obligace, dlouhodobé zálohy od odběratelů, dlouhodobé směnky k úhradě a jiné.

1.5.3 Krátkodobé závazky

Krátkodobé závazky představují závazky vůči dodavatelům kratší než jeden rok, krátkodobé směnky k úhradě, krátkodobé zálohy od odběratelů, závazky vůči zaměstnancům, institucím, společníkům.

1.5.4 Bankovní úvěry

Bankovní úvěry zahrnují úvěry dlouhodobé se splatností delší než rok a běžné úvěry krátkodobé.

1.6 Souvislost majetkové a finanční struktury

„Majetkově-finanční stabilitou rozumíme schopnost podniku vytvářet a trvale udržovat správný vztah mezi majetkem a používaným kapitálem.“ Konkrétně jde o tři základní otázky:

- a) poměr mezi jednotlivými složkami majetku,
- b) poměr mezi jednotlivými druhy používaného kapitálu,
- c) vzájemný vztah mezi jednotlivými složkami majetku a jednotlivými druhy používaného kapitálu.⁹

1.6.1 Zlatá pravidla financování

Jedná se o doporučení, kterými by se měl management řídit ve financování s cílem dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability.

Zlaté bilanční pravidlo financování

Je nezbytné sladit časový horizont trvání majetkových částí s časovým horizontem zdrojů, ze kterých jsou financována. Stálá aktiva financujeme tedy především z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů, krátkodobé složky majetku z krátkodobých zdrojů.

Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Sleduje vztahy na straně pasiv a říká, že vlastní zdroje by pokud možno měly převyšovat cizí zdroje; v krajním případě se mají rovnat.

Zlaté bilanční pari pravidlo

Jde o vztah stálých aktiv a vlastních zdrojů. Má se za to, že podnik ve svém financování využívá i cizích zdrojů, a proto se tyto dvě položky (stálá aktiva a vlastní zdroje) rovnají jen v krajním případě.

Zlaté bilanční poměrové pravidlo

Zvyšování investic nesmí středně a krátkodobě předbíhat dynamiku výnosů (tempo růstu tržeb). Neboli trvale udržitelné tempo růstu společnosti znamená, že nepotřebuje pro své financování žádné dodatečné zdroje.

⁹ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*, 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, str. 71.

1.6.2 Čistý pracovní kapitál¹⁰

Použitý kapitál pro financování majetku by měl odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Jako označení čistého pracovního kapitálu používáme také **Net Working Capital (NWC)**. Pro jeho výpočet použijeme výraz:

$$\text{NWC} = \text{OA} - \text{oběžná pasiva}$$

Pro $\text{NWC} > 0$ jde o **konzervativní** strategii financování podniku, dlouhodobými zdroji je financován i krátkodobý majetek podniku, tato situace je bezpečná avšak relativně drahá.

Pro $\text{NWC} < 0$ jde o **agresivní** strategii, spočívá v relativním nedostatku dlouhodobých zdrojů a k orientaci na zdroje krátkodobé, tato strategie je riskantní (může ohrozit stabilitu), je pro ni typická nízká cena zdrojů.

Pro $\text{NWC} = 0$ strategie **neutrální**, respektuje zlaté pravidlo financování.

1.7 Kritéria výhodnosti použití cizích zdrojů

„Všeobecně o cizím kapitálu platí: vypůjčené peníze pomáhají více vydělat. Určit předem optimální stupeň zadluženosti i optimální strukturu dluhů je však v praxi velmi obtížné.“¹¹ Jak věřitele, tak akcionáře zajímá přiměřenost zadluženosti. Zda použití cizího kapitálu bylo výhodné nebo nevýhodné můžeme zjistit (ovšem dodatečně) pomocí kritérií výhodnosti použití cizích zdrojů:

- ziskovým účinkem finanční páky,
- indexem finanční páky.

1.7.1 Ziskový účinek finanční páky

Společný vliv úrokové redukce zisku a finanční páky lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá ziskový účinek finanční páky neboli **multiplikátor jmění akcionářů** (multiplikátor vlastního kapitálu). Pokud je hodnota multiplikátoru větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.¹²

$$(\text{EBT}/\text{EBIT}) \times (\text{A}/\text{VK}) > 1$$

¹⁰ KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, str. 86.

¹¹ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007, str. 94.

¹² Viz tamtéž.

1.7.2 Index finanční páky

Výhodnost použití cizího kapitálu a únosnost dluhového břemene lze také zjistit poměrem rentability celkového kapitálu a rentability vlastního kapitálu. Tuto souvislost vyjadřuje index finanční páky.

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu/ rentabilita celkového kapitálu} > 1$$

Index finanční páky na bázi rentabilit před zdaněním se rovná ziskovému účinku finanční páky.¹³

1.8 Dividendy a dividendová politika podniku

Dividenda představuje právo na podíl na zisku společnosti a je vyplácena ze zisku běžného roku, nerozděleného zisku minulých let, statutárních a ostatních fondů ze zisku, zákonného rezervního fondu (ve výši dobrovolných přidělů).¹⁴

Dividendová politika představuje způsob, jakým bude podnik zisk zadržovat nebo rozdělovat na dividendy (podíly na hospodářském výsledku) a následně i stanovení výše dividendy na jednotlivé akcionáře nebo na jednu akcii. Je odvislá od celé řady faktorů, k nimž patří především výše dosaženého hospodářského výsledku, finanční plány podniku v oblasti investic, výše zadluženosti podniku i vývoj vnějšího finančního okolí. Ekonomická teorie rozlišuje v podstatě čtyři druhy dividendové politiky.

1.8.1 Základní druhy dividendové politiky¹⁵

Stabilní dividendová politika – je založená na udržování stabilní výše dividendy na jednu akcii, jejím cílem je zabránit větším meziročním výkyvům dividendy, především jejímu poklesu. Tato dividendová politika je ve stabilizovaných ekonomikách preferována.

Politika stálého dividendového podílu – je založena na meziroční konstantě dle výplatního poměru = dividendy/zisk po zdanění. Absolutní výše dividendy kolísá dle zisku po zdanění. Historicky nejstarší, dnes již málo používaná dividendová politika.

Pasivní reziduální dividendová politika – čistý zisk se reinvestuje, pokud jsou investiční příležitosti s vyšším výnosem, než je akcionáři požadováno, teprve zbytek zisku jde do dividend.

¹³ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007, str. 98.

¹⁴ KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, str. 207.

¹⁵ Tamtéž, str. 208–209.

Politika nízkých dividend během roku a prémie na konci roku – optimální v podmínkách rychle se měnících zisků a investičních potřeb. Dovoluje pružně zadržovat zisky (pokud to financování podniku vyžaduje) a dodržovat zaručenou úroveň dividend.

2 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu představují pro podnik výdaj, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu použitých na financování nových investic. Vyjadřují se v procentech z hodnoty vloženého kapitálu a někdy se pro jejich označení používá termín cena kapitálu.¹⁶

2.1 Náklady na pořízení jednotlivých druhů kapitálu¹⁷

Náklady jednotlivých druhů kapitálu závisí na třech hlavních faktorech:

- a) na době splatnosti kapitálu,
- b) na stupni rizika, které investor podstupuje,
- c) na způsobu úhrady nákladů kapitálu podnikem.

Čím je předpokládaná doba splatnosti kapitálu (např. úvěru) delší, tím vyšší výnosnost investor požaduje a tím je také vyšší náklad kapitálu. Čím vyšší riziko investor podstupuje, tím větší požaduje výnos ze svého vkladu a z toho vyplývá vyšší náklad kapitálu. Pokud náklady na cizí kapitál snižují daňový základ jako daňově uznatelný náklad, jsou pro podnik levnější. Náklady kapitálu hrazené až ze zisku po zdanění jsou pro podnik dražší.

Jednotlivé druhy kapitálu z hlediska jejich ceny můžeme seřadit takto:

- nejlevnější je krátkodobý cizí kapitál, má krátkou dobu splatnosti, relativně nejmenší riziko věřitele a úrok je součástí nákladů podniku,
- dražší je střednědobý a dlouhodobý cizí kapitál, má delší dobu splatnosti, stoupá riziko věřitele a úrok je také nákladem podniku,
- nejdražší je akciový kapitál, splatnost je nulová (akciový kapitál se nesplácí), riziko akcionáře je významně větší než riziko věřitele a konečně náklady akciového kapitálu nelze zahrnovat do nákladů snižujících daňový základ.

¹⁶ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 266.

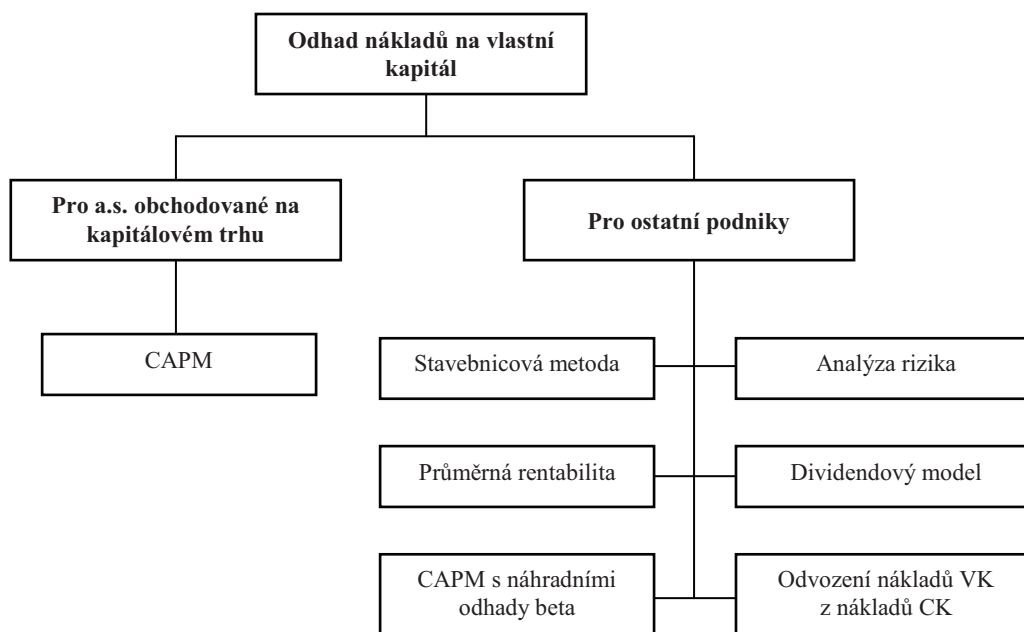
¹⁷ Tamtéž, str. 267.

2.2 Náklady vlastního kapitálu

Určit náklady na vlastní kapitál patří k obtížným úkolům finančního řízení. Cenou vlastního kapitálu pro akciové společnosti je výše dividendy a je dána výnosovým očekáváním vlastníků. Výnosové očekávání je nutné odvodit z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. S rostoucím rizikem rostou i náklady vlastního kapitálu, které vlastníkům vyrovnávají zvýšené ohrožení jejich vloženého kapitálu do podniku.

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je nutné rozlišit, jaký typ akcií společnost emitovala, zda byly společností vydány pouze kmenové akcie (nejsou s nimi spojena žádná zvláštní práva) nebo také prioritní akcie, tedy akcie spojené s přednostním právem na výplatu dividend a podílu na likvidačním zůstatku. Oceňování vlastního kapitálu v případě použití kmenových akcií se provádí variantním způsobem, jehož podstatou je využití tzv. oportunitních nákladů, tedy nákladů ušlé příležitosti, kdy uvažujeme obětovaný výnos z jiné nevyužité investice se stejnou mírou rizika.¹⁸

Obrázek 1: Přehled přístupů k odhadu nákladů na vlastní kapitál



Zdroj: Pavelková, Knápková, Podnikové finance, 2007, str. 156.

¹⁸ KISLINGEROVÁ, E., aj. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004, str. 323.

2.2.1 Stavebnicová metoda¹⁹

Podstata stavebnicových metod je jednoduchá, základní schéma je:

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů + Přírážka za riziko = Kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra).

Postup při aplikaci komplexní stavebnicové metody:

1. Vymezení faktorů rizika:

- a) faktory obchodního rizika – rizika oboru, rizika trhu, rizika z konkurence, management, výrobní proces, specifické faktory,
- b) faktory finančního rizika – ukazatele zadlužení, likvidity a velikost pracovního kapitálu.

2. **Ohodnocení stupně rizika** – stupnice se čtyřmi úrovněmi rizika – riziko nízké, přiměřené, zvýšené a vysoké.

3. **Převod zjištěných stupňů rizika na velikost přírážky** – stanovení dolní a horní hranice nákladů vlastního kapitálu, převod zvolených kritérií na velikost dílčí rizikové přírážky.

Náklady vlastního kapitálu se určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie, náklady vlastního kapitálu lze zvýšit o přírážku za sníženou obchodovatelnost.

2.2.2 Dividendový model

Pokud bereme v úvahu i předpokládané tempo růstu dividend, dostáváme pro cenu vlastního kapitálu výraz

$$N_{VK} = \text{dividenda/cena akcie} + \text{míra růstu dividend.}^{20}$$

Dividendový model je nenáročný na informace, pokud podnik přijal stabilní dividendovou politiku a je známa tržní cena akcie.

2.3 Náklady cizího kapitálu

Cenou cizího kapitálu je úrok, který je třeba platit věřitelům. Základní úroková míra je spojená se situací na finančním trhu, její konkrétní výše se odlišuje dobou poskytnutí úvěru a dále bonitou dlužníka.

¹⁹ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007, str. 181.

²⁰ KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, str. 94.

Náklady na cizí kapitál definujeme vztahem, který vyjadřuje vliv daňového systému:²¹

$$N_{CK} = (1 - D_S) \times i$$

Vysvětlivky:

N_{CK}	náklady na cizí kapitál
i	úroková míra (v desetinné podobě)
D_S	daňová sazba (v desetinné podobě)

Jak již bylo řečeno v předchozím textu, cenu cizího kapitálu ovlivňuje systém zdanění, kdy úroky jsou součástí daňově uznatelných nákladů, tedy snižují základ daně z příjmu podniku. Působí tzv. **daňový štít**. Tento efekt má účinek pouze za předpokladu, že je podnik v zisku. Pokud má podnik malý, nulový nebo záporný zisk, působí daňový štít omezeně nebo vůbec.

2.4 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál definuje vztah²²

$$N_K = i \times (1 - D_S) \times \frac{CK}{K} + N_{VK} \times \frac{VK}{K}$$

a je znám též pod označením **WACC** (Weighted Average Cost of Capital).

Vysvětlivky:

K	celkový kapitál
CK	cizí kapitál
VK	vlastní kapitál
N_K	náklady celkového kapitálu (průměrné a vážené)
N_{VK}	náklady na vlastní kapitál po zdanění zisku v desetinné podobě
i	úroková míra (v desetinné podobě)
D_S	daňová sazba (v desetinné podobě)

Jedná se o vážené průměrné náklady kapitálu počítané z nákladů na vlastní a z nákladů na cizí kapitál s vahou těchto nákladů v závislosti na podílu jednotlivých zdrojů na celkovém vloženém kapitálu.²³

2.5 Náklady finanční tísně

Náklady finanční tísně jsou náklady vznikající v důsledku finančních obtíží podniku se splácením závazků a zahrnují:

- a) náklady úpadku,
- b) náklady plynoucí z konfliktů zájmů mezi vlastníky a manažery nebo věřiteli.

²¹ KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, str. 82.

²² Tamtéž, str. 83.

²³ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005, str. 170.

Do nákladů úpadku patří všechny přímé a nepřímé náklady, které podnik musí hradit, jestliže je firma velmi zadlužená a hrozí jí úpadek. Patří sem poplatky právníkům, expertům, zvýšené úroky požadované věřiteli a další.²⁴

3 Optimalizace kapitálové struktury

Teoreticky lze stanovit optimální kapitálovou strukturu neboli optimální zadluženost jako minimum celkových nákladů na podnikový kapitál. Jestliže je kapitálová struktura optimální, lze předpokládat, že celková tržní hodnota podniku dosahuje svého maxima.

„Optimální kapitálovou strukturu podniku můžeme proto také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu firmy.“²⁵

3.1 Teorie optimální kapitálové struktury

Názory na optimální kapitálovou strukturu a zjištěné teoretické postupy rozdělujeme do dvou skupin. První skupina, tzv. **statické teorie**, vychází z obecné ekonomické teorie a je doplněna empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Druhá skupina, tzv. **dynamické teorie**, dává empirické zkoumání skutečného chování podniků na první místo a doplňuje je o teoretické zobecnění.²⁶

3.1.1 Model MM

Model je pojmenován po autorech, tvůrci modelu jsou Franco Modigliani a Merton Miller a vychází ze základních tvrzení a předpokladů, za nichž platí. Patří do první skupiny teoretických postupů.

Tvrzení MM I

S rostoucím zadlužením náklady dluhu zůstávají stejné, náklady vlastního kapitálu rostou. Průměrné náklady kapitálu a tržní hodnota podniku jsou v poměru k míře zadlužení konstantní. Optimální kapitálová struktura neexistuje.²⁷

Tvrzení MM II

„Průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu se stupněm zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste.“²⁸ Optimální je co nejvyšší podíl dluhu.

²⁴ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 275.

²⁵ Tamtéž, str. 289.

²⁶ KISLINGEROVÁ, E., aj. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004, str. 352

²⁷ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 289.

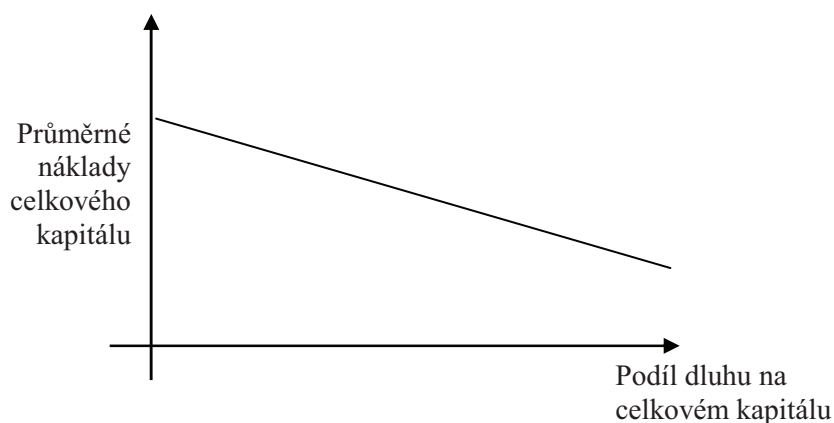
²⁸ Tamtéž, str. 298.

Obrázek 2: Koncept MM I – bez uvážení vlivu daňového systému



Zdroj: KALOUDA, F. Finanční řízení podniku. 2009, str. 84.

Obrázek 3: Koncept MM II – s uvážením vlivu daňového systému



Zdroj: KALOUDA, F. Finanční řízení podniku. 2009, str. 85.

3.1.2 Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie vychází z klasické teorie optimalizace kapitálové struktury a chápe volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Kapitálová struktura je optimální, když rozdíl mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně je maximální. Kompromisní teorie zároveň zdůrazňuje vliv velikosti a stability zisku podniku.²⁹

Při optimalizaci míry zadluženosti se vychází z toho, že:

- cizí kapitál je levnější než vlastní – vlastní kapitál nese největší riziko a odměna za jeho vlastnictví se vytváří ze zisku po zdanění,

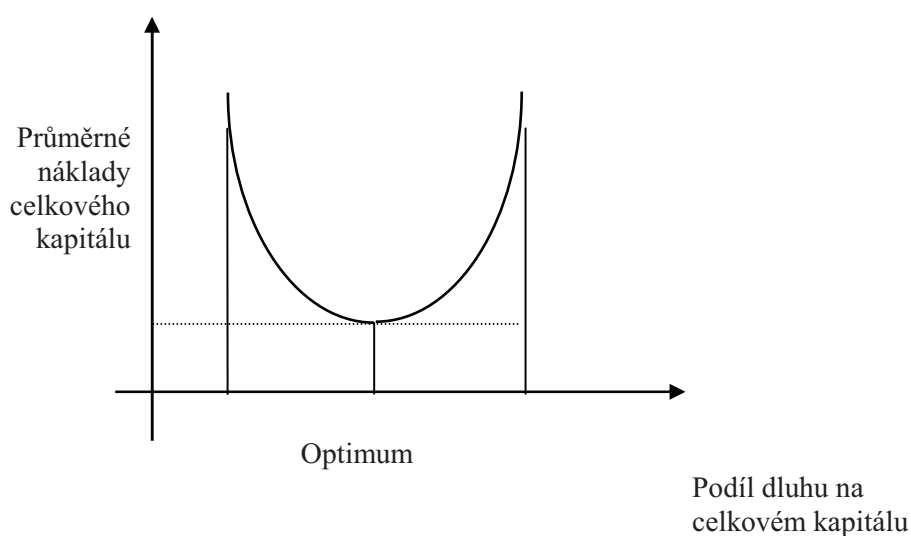
²⁹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 302.

- s růstem zadluženosti rostou náklady dluhu – pro banku roste riziko a vyžaduje větší výnosnost,
- jako důsledek rizika s růstem zadluženosti roste i požadavek vlastníků na vyšší odměnu (dividendu),
- nahrazení vlastního kapitálu dluhem přináší snížení nákladů až do určité míry zadluženosti, potom začnou náklady celkového kapitálu růst.³⁰

Podle Valacha nejnižších průměrných nákladů kapitálu dosahuje kapitálová struktura se 35 % dluhu a 65 % vlastního kapitálu.³¹

Teorii optimální kapitálové struktury lze graficky vyjádřit pomocí tzv. „U – křivky“.

Obrázek 4: Koncept „U – křivky“



Zdroj: KALOUDA, F. Finanční řízení podniku. 2009, str. 85.

3.1.3 Teorie hierarchického pořádku

Tento přístup k optimalizaci kapitálové struktury nezkoumá složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu nebo tržní hodnotu podniku. Zdůrazňuje značný vliv podnikových manažerů na volbu kapitálové struktury a předpokládá stabilní dividendovou politiku, kdy se kapitálová struktura podřizuje požadavku zachování míry dividend. Při volbě kapitálové struktury jsou preferovány především interní zdroje, následují různé formy úvěru a nakonec zdroje z emisí akcií.³²

³⁰ SYNEK, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, str. 57.

³¹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 292.

³² Tamtéž, str. 303.

3.1.4 Teorie kapitálové struktury Brealeyho – Myerse

Dochází k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje jednoduchá odpověď. „Dluh může být někdy lepší než vlastní jmění, jindy horší“. Tato teorie doporučuje uvažovat o kapitálové struktuře ve čtyřech dimenzích:

1. **Daně** – ve svém důsledku vedou k úrokovému daňovému štítu, pokud ale podnik není ziskový a nemůže využít daňový štít, neměl by se příliš zadlužovat. Jako daňový štít doporučují využít například také zrychlené odpisy majetku.
2. **Riziko** – finanční tíseň je pravděpodobnější pro firmy s vysokým rizikem podnikání (za jinak stejných okolností). Proto se takové podniky obecně méně zadlužují.
3. **Typ aktiv** – náklady finanční tísně bývají větší u podniků, jejichž hodnota závisí na růstových příležitostech nebo na nehmotných aktivech. Firmy s převahou nehmotných aktiv si mohou půjčovat podstatně méně, než firmy s aktivy, kde lze jejich existenci ověřit nakoupením.
4. **Finanční volnost** – podnik by měl mít dostatečnou finanční volnost, aby měl rychle dostupné peníze, když se naskytne dobrá investiční příležitost. Finanční volnost je nejvýhodnější pro firmy s bohatými růstovými příležitostmi, které obvykle usilují o konzervativní kapitálovou strukturu.³³

3.2 Praxe při uplatňování teorie optimální kapitálové struktury

„Otázka optimální zadluženosti patří k velmi diskutovaným, ale stále nevyřešeným problémům kapitálové struktury. Přestože v akademické rovině je předmětem sporů, zda optimální zadluženost vůbec existuje, a pokud ano, jak ji definovat, v praktické rovině se musí manažeři vypořádat s rozhodnutím ohledně způsobu financování podniku.“³⁴

„Praxe finančního řízení zdůrazňuje při pokusech o uplatňování teorie optimální kapitálové struktury zejména dva problémy:

1. Obtížnost zjištění průměrných nákladů kapitálu, zejména pak nákladů vlastního kapitálu, a tím i určení optimálního poměru dluhu a vlastního kapitálu.

³³ BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1991, str. 478.

³⁴ NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: *Úvaha o optimální zadluženosti*. Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51.

2. Nutnost zohledňovat při volbě kapitálové struktury i jiné faktory než náklady kapitálu.³⁵

Při praktickém rozhodování o složení kapitálu působí zejména faktory:

- a) **majetková struktura podniku** – je velmi diferencovaná, závisí na technické náročnosti výroby, která ovlivňuje podíl dlouhodobého hmotného majetku a výrazně působí na složení kapitálu,
- b) **postoje manažerů k riziku** – u většiny manažerů převládá averze k riziku, která vede k tomu, že neupřednostňují optimální variantu financování s vyšším zadlužením, není optimálně využíván úrokový štít,
- c) **snaha o udržení kontroly nad činností podniku** – jeví se nejvýhodnější financování pomocí interních zdrojů,
- d) **velikost a stabilita realizovaného zisku** – čím je vyšší realizovaný zisk a jeho stabilita, tím vyšší podíl dluhu mohou podniky využívat,
- e) **požadavky věřitelů** – vedle stanovení úroků si věřitelé často kladou různé podmínky pro zvýšení úvěru,
- f) **odvětvové standardy** – firmy se zpravidla snaží přiblížit k průměrné úrovni zadluženosti ve svém oboru podnikání.³⁶

³⁵ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, str. 292.

³⁶ PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí*. Studijní pomůcka pro distanční studium. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2003, str. 173–174.

PRAKTICKÁ ČÁST

4 Finanční analýza společnosti

V této části bakalářské práce se věnuji posouzení finanční situace vybrané společnosti se zaměřením na finanční strukturu. Metody finanční analýzy jsou aplikovány na výsledky hospodaření společnosti v letech 2005–2010. Jedná se o analýzu vybraných absolutních, rozdílových, poměrových ukazatelů. Vstupy pro finanční analýzu lze najít v příloze. Všechny údaje v grafech a tabulkách jsou uváděny v tis. Kč nebo v procentech.

4.1 Charakteristika vybrané společnosti

4.1.1 Základní údaje společnosti³⁷

Vybraná společnost si nepřála být v této bakalářské práci jmenována, a proto zde nebude uveden název společnosti, sídlo a identifikační číslo.

Právní forma společnosti je akciová společnost. Základní kapitál společnosti je zapsán v obchodním rejstříku ve výši 150 000 000 Kč a je rozdělen na 15 000 kusů kmenových akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000 Kč. Akcie jsou vydány v listinné podobě a jsou neomezeně převoditelné.

Statutárním orgánem je představenstvo, tvořené předsedou, místopředsedou a členem představenstva. Jménem společnosti jsou oprávněni jednat navenek a podepisovat dva členové představenstva. Na činnost představenstva dohlíží dozorčí rada se třemi členy, dvě třetiny dozorčí rady volí a odvolává valná hromada, jednu třetinu volí a odvolávají zaměstnanci.

Společnost vlastní tři dceřiné společnosti, kde je zapsána jako jediný společník. Dále má společnost založenou organizační složku na Slovensku.

4.1.2 Historie společnosti³⁸

Společnost byla založena v roce 1993 třemi společníky jako společnost s ručením omezeným se základním jměním ve výši 10 000 000 Kč. K významné změně došlo v roce 1999, kdy společnost měla již pouze jednoho vlastníka a následně v roce 2000 bylo navýšeno základní jmění na 45 000 000 Kč. V roce 2004 byla společnost přeměněna na akciovou společnost s jediným akcionářem a základní kapitál byl navýšen z nerozděleného

³⁷ Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Obchodní rejstřík a sbírka listin*. [online]. Praha. [cit. 2011-10-31].

³⁸ Viz tamtéž.

zisku na 150 000 000 Kč. V roce 2008 byla společnost prodána novému akcionáři, zahraniční společnosti a následně v roce 2010 došlo opět ke změně vlastnických poměrů.

Přehled nejvýznamnějších změn v historii společnosti je v následující tabulce:

Tabulka 1: Historie společnosti

Rok	Základní kapitál v tis.	Počet vlastníků	Vlastnický poměr	Právní forma	Poznámka
1993	10 000	3	34%, 33%, 33%	s.r.o.	vznik společnosti
1995	10 000	2	66%, 34%	s.r.o.	změna vlastníka
1999	10 000	1	100%	s.r.o.	změna vlastníka
2000	45 000	1	100%	s.r.o.	navýšení ZK
2004	150 000	1	100%	a.s.	navýšení ZK, změna právní formy
2008	150 000	1	100%	a.s.	změna vlastníka - zahr. společnost
2010	150 000	2	99%, 1%	a.s.	změna vlastníka - zahr. společnost

Zdroj: Práce autora dle Obchodního rejstříku a webových stránek společnosti.

4.1.3 Předmět podnikání³⁹

Společnost představuje inženýrsko-dodavatelskou společnost, která úspěšně působí na průmyslovém trhu v České republice i v zahraničí, a to zejména v elektro-energetickém segmentu. Svým počtem více než 1 300 pracovníků a zastoupením ve více než dvaceti lokalitách téměř ve všech regionech České republiky a také na Slovensku patří mezi největší české firmy ve svém oboru. Kvalita poskytovaných služeb, znalosti a silná pozice na českém trhu umožňuje spolupracovat na zakázkách v rámci Evropské unie a dalších mimoevropských státech.

4.1.3.1 Produktové portfolio

Investiční dodávky

Společnost zajišťuje dodávky v oblastech systémů kontroly a řízení, průmyslové automatizace a systémů elektro v komplexním rozsahu – od zpracování studií a projektů, tvorby softwaru, systémové integrace a podpory přes dodávky, montáž, uvedení do provozu a zajištění pravidelného záručního i pozáručního servisu.

Servis

Společnost patří mezi největší české dodavatele komplexních servisních služeb v oblasti automatických systémů řízení technologických procesů a elektrozařízení NN, VN a VVN pro různé průmyslové aplikace včetně zajištění systémové integrace a podpory.

³⁹ Roční zpráva společnosti (2010).

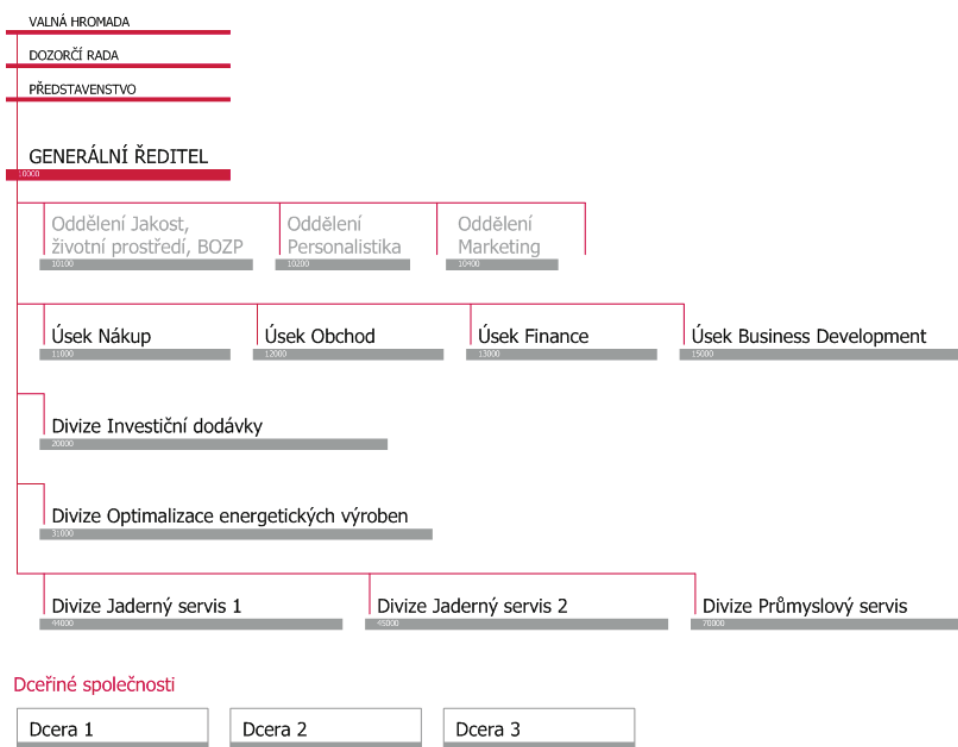
Optimalizace energetických výroben

Společnost je předním dodavatelem služeb a ucelených řešení pro řízení, diagnostiku a optimalizaci jaderných a klasických elektráren a tepláren.

4.1.4 Organizační struktura společnosti

Společnost je vnitřně uspořádána do výkonných divizí a centrálních úseků. Své zakázky realizuje ve třech hlavních produktech: Servis, Investiční dodávky a Optimalizace energetických výroben. Úseky vykonávají obchodně-akviziční činnost a poskytují služby interním zákazníkům.

Obrázek 5: Organizační struktura společnosti



Zdroj: Webové stránky společnosti.

4.2 Analýza absolutních ukazatelů

Pro analýzu absolutních ukazatelů jsem využila horizontální a vertikální analýzu účetních výkazů. Téma bakalářské práce je zaměřeno na pravou stranu rozvahy, finanční strukturu. Je ale důležité sledovat k čemu byly finanční zdroje použity, tedy i vývoj majetkové struktury a hospodářský výsledek.

4.2.1 Analýza aktiv

Tabulka 2: Majetková struktura společnosti

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva celkem	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
Dlouhodobý majetek	89 436	92 721	88 863	102 121	101 037	137 397
Dlouhodobý nehm. majetek	6 168	8 501	6 043	8 776	10 758	13 615
Dlouhodobý hmotný majetek	67 890	79 220	77 820	88 345	85 279	77 625
Dlouhodobý fin. majetek	15 378	5 000	5 000	5 000	5 000	46 157
Oběžná aktiva	604 347	849 001	906 713	1 085 520	913 844	1 387 798
Zásoby	317 127	542 451	414 601	364 940	137 914	337 204
Dlouhodobé pohledávky	1 474	6 882	6 554	6 544	23 084	10 270
Krátkodobé pohledávky	278 838	274 599	392 401	590 508	613 484	626 978
Krátkodobý fin. majetek	6 908	25 069	93 157	123 528	139 362	413 346
Časové rozlišení	9 839	4 321	1 530	1 893	2 824	2 061

Zdroj: Práce autora

Tabulka 3: Vertikální analýza aktiv

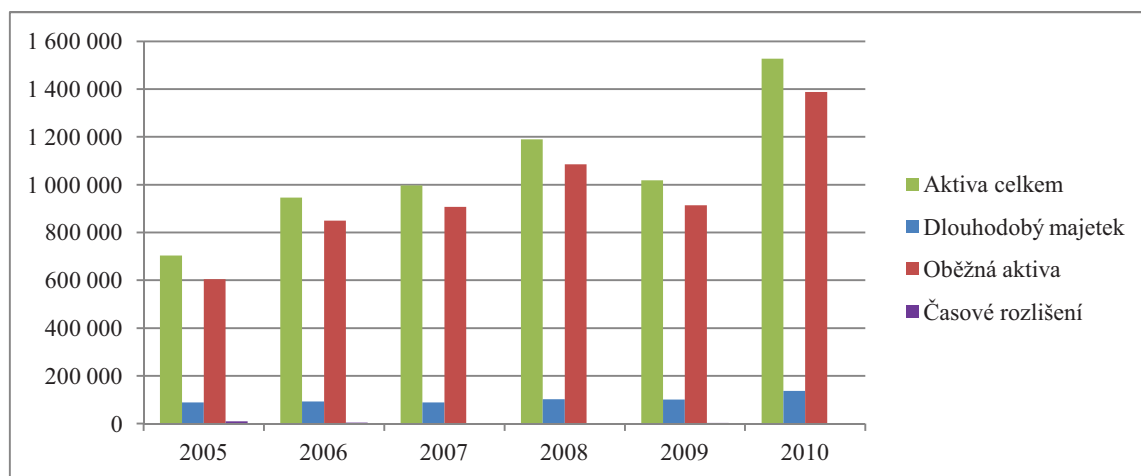
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	12,7%	9,8%	8,9%	8,6%	9,9%	9,0%
Dlouhodobý nehm. majetek	0,9%	0,9%	0,6%	0,7%	1,1%	0,9%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,6%	8,4%	7,8%	7,4%	8,4%	5,1%
Dlouhodobý fin. majetek	2,2%	0,5%	0,5%	0,4%	0,5%	3,0%
Oběžná aktiva	85,9%	89,7%	90,9%	91,3%	89,8%	90,9%
Zásoby	45,1%	57,3%	41,6%	30,7%	13,6%	22,1%
Dlouhodobé pohledávky	0,2%	0,7%	0,7%	0,6%	2,3%	0,7%
Krátkodobé pohledávky	39,6%	29,0%	39,4%	49,6%	60,3%	41,1%
Krátkodobý fin. majetek	1,0%	2,6%	9,3%	10,4%	13,7%	27,1%
Časové rozlišení	1,4%	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%

Zdroj: Práce autora

Poměr stálých a oběžných aktiv se i přes vysoký nárůst bilanční sumy výrazně nezměnil, zůstává přibližně na hodnotě 10 : 90. Podíl dlouhodobého hmotného majetku klesá, snížení je částečně kompenzováno růstem podílu dlouhodobého finančního majetku. Nejvýznamnější část na oběžných aktivech tvoří krátkodobé pohledávky, v roce 2010 představují 40 % celkových aktiv, v roce 2009 dokonce 60 %, což je vždy výrazně více než je podíl dlouhodobého majetku. Druhou největší složkou jsou zásoby, kdy v roce 2005 tvořily 45 %, v roce 2009 se snížily až na 14 % a v roce 2010 došlo ke zvýšení na 22 %.

Další významnou složkou je krátkodobý finanční majetek, jeho vývoj je z 1% v roce 2005 až na 27 % v roce 2010. Podíl časového rozlišení na celkových aktivech je zanedbatelný.

Obrázek 6: Vývoj majetkové struktury v letech 2005–2010



Zdroj: Práce autora

Tabulka 4: Horizontální analýza aktiv

	změna	2006/05	2007/06	2008/07	2009/08	2010/09
Aktiva celkem	absolutní	242 421	51 063	192 428	-171 829	509 551
	relativní	34%	5%	19%	-14%	50%
Dlouhodobý majetek	absolutní	3 285	-3 858	13 258	-1 084	36 360
	relativní	4%	-4%	15%	-1%	36%
Dlouhodobý nehm. majetek	absolutní	2 333	-2 458	2 733	1 982	2 857
	relativní	38%	-29%	45%	23%	27%
Dlouhodobý hmotný majetek	absolutní	11 330	-1 400	10 525	-3 066	-7 654
	relativní	17%	-2%	14%	-3%	-9%
Dlouhodobý fin. majetek	absolutní	-10 378	0	0	0	41 157
	relativní	-67%	0%	0%	0%	823%
Oběžná aktiva	absolutní	244 654	57 712	178 807	-171 676	473 954
	relativní	40%	7%	20%	-16%	52%
Zásoby	absolutní	225 324	-127 850	-49 661	-227 026	199 290
	relativní	71%	-24%	-12%	-62%	145%
Dlouhodobé pohledávky	absolutní	5 408	-328	-10	16 540	-12 814
	relativní	367%	-5%	0%	253%	-56%
Krátkodobé pohledávky	absolutní	-4 239	117 802	198 107	22 976	13 494
	relativní	-2%	43%	50%	4%	2%
Krátkodobý fin. majetek	absolutní	18 161	68 088	30 371	15 834	273 984
	relativní	263%	272%	33%	13%	197%
Časové rozlišení	absolutní	-5 518	-2 791	363	931	-763
	relativní	-56%	-65%	24%	49%	-27%

Zdroj: Práce autora

Z hlediska časového vývoje ve společnosti můžeme pozorovat silně rostoucí bilanční sumu aktiv, která se od roku 2005 zvýšila o více než 100 %. K výraznému navýšení aktiv došlo v roce 2006 a 2008, v těchto letech došlo k fúzi dvou společností. Největší nárůst aktiv je v roce 2010, kdy v souvislosti s růstem tržeb vzrostl krátkodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky a také dlouhodobý majetek, zejména finanční (vklad do dceřiných společností).

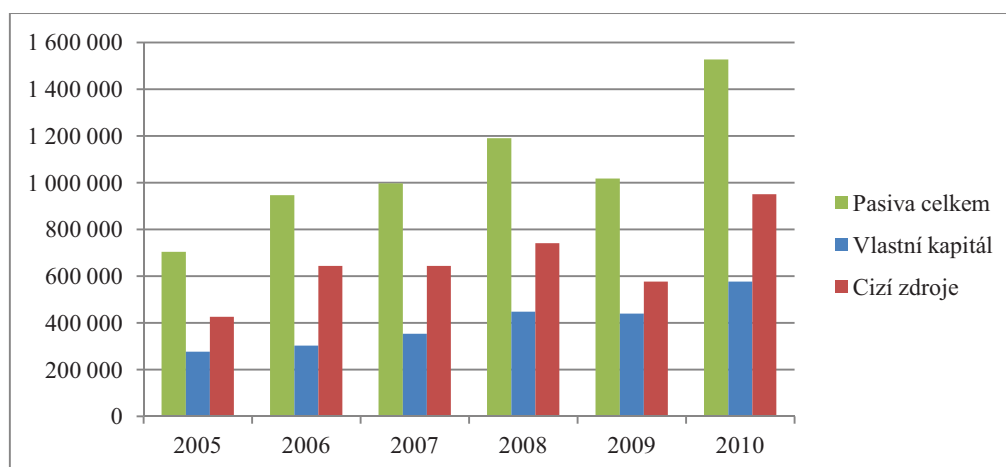
4.2.2 Analýza pasiv

Tabulka 5: Finanční struktura společnosti

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pasiva celkem	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
Rezervní fond	6 000	8 900	10 450	15 000	15 000	20 088
Statutární a ostatní fondy	38 169	38 426	34 703	39 249	39 192	38 974
VH minulých let	24 836	74 792	81 221	141 776	134 287	223 957
VH běžného úč. období	58 015	30 580	76 940	102 311	101 758	143 784
Cizí zdroje	426 602	643 345	643 792	741 198	577 468	950 453
Rezervy	15 874	8 915	13 768	49 377	54 504	75 827
Dlouhodobé závazky	150 612	49 178	128 203	2 280	195 907	148 949
Krátkodobé závazky	201 278	575 664	495 601	685 841	325 877	725 677
Bankovní úvěry dlouh.	3 516	6 220	3 700	1 180	0	0
Bankovní úvěry krátk.	55 322	3 368	2 520	2 520	1 180	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Práce autora

Obrázek 7: Vývoj finanční struktury v letech 2005–2010



Zdroj: Práce autora

Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	39,4%	32,0%	35,4%	37,7%	43,3%	37,8%
Základní kapitál	21,3%	15,9%	15,0%	12,6%	14,7%	9,8%
Rezervní fond	0,9%	0,9%	1,0%	1,3%	1,5%	1,3%
Statutární a ostatní fondy	5,4%	4,1%	3,5%	3,3%	3,9%	2,6%
VH minulých let	3,5%	7,9%	8,1%	11,9%	13,2%	14,7%
VH běžného úč. období	8,2%	3,2%	7,7%	8,6%	10,0%	9,4%
Cizí zdroje	60,6%	68,0%	64,6%	62,3%	56,7%	62,2%
Rezervy	2,3%	0,9%	1,4%	4,2%	5,4%	5,0%
Dlouhodobé závazky	21,4%	5,2%	12,9%	0,2%	19,2%	9,8%
Krátkodobé závazky	28,6%	60,8%	49,7%	57,7%	32,0%	47,5%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,5%	0,7%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%
Bankovní úvěry krátkodobé	7,9%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%
Časové rozlišení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: Práce autora

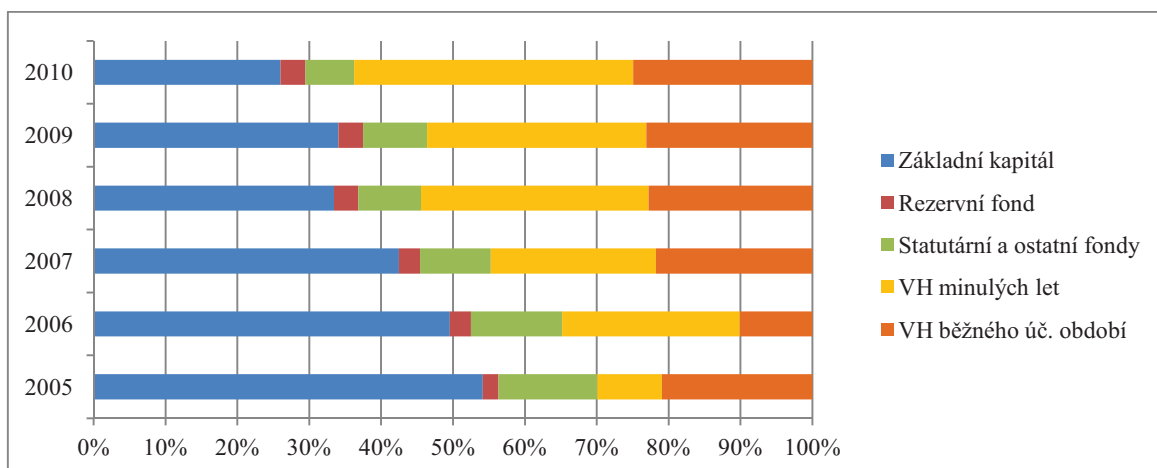
Při zachování bilanční rovnice aktiv a pasiv dochází ke zvyšování pasiv. Z tabulky č. 6 je patrné, že i přes nárůst pasiv se poměr vlastních a cizích zdrojů od roku 2005 výrazně nezměnil. Pasiva jsou ve všech letech tvořena z větší části cizími zdroji, které představují ve všech sledovaných letech přibližně 60 % celkové sumy pasiv. Společnost používá větší poměr cizích zdrojů než je v odvětví obvyklé. To ukazuje na poněkud riskantní způsob financování levnějším, avšak rizikovějším kapitálem. Podíl vlastního kapitálu na pasivech je výrazně vyšší než podíl dlouhodobého majetku na aktivech. Společnost se jeví jako značně překapitalizovaná.

4.2.2.1 Vlastní kapitál⁴⁰

Základní kapitál v letech 2005–2006 tvoří přibližně 50 % vlastního kapitálu, v dalších letech se jeho podíl snižuje a v roce 2010 představuje základní kapitál už jen 26 %. Hlavní podíl na vlastním kapitálu od roku 2008 zaujímá hospodářský výsledek minulého a běžného období, a to více než jednu polovinu. Statutární fondy se snižují ze 14ti% v roce 2005 na 7 % v roce 2010. Rezervní fond tvoří 3 % z vlastního kapitálu.

⁴⁰ Viz Příloha č. 2: Vertikální analýza vlastních a cizích zdrojů.

Obrázek 8: Struktura vlastního kapitálu

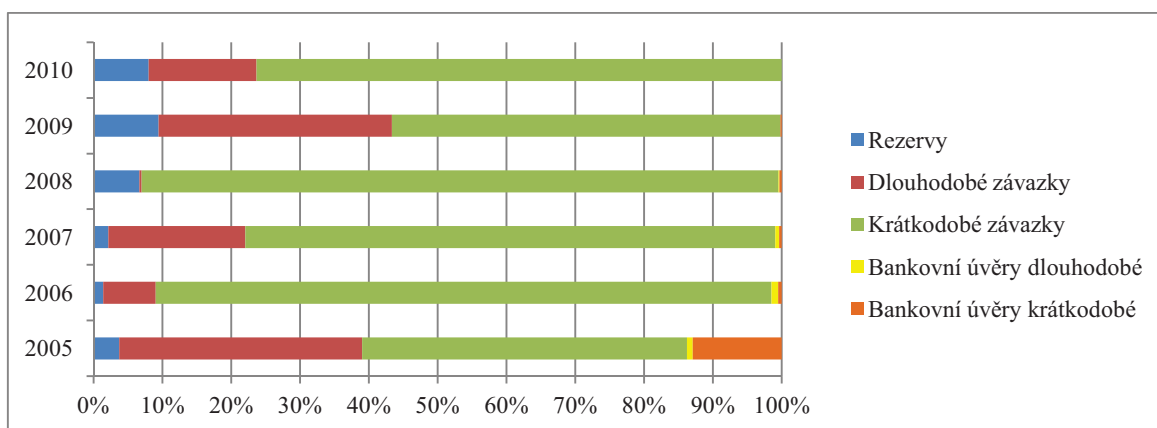


Zdroj: Práce autora

4.2.2.2 Cizí zdroje

Nejvýznamnější složku ve struktuře cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky, jejich podíl v roce 2008 dosahuje dokonce 92 %. Krátkodobé závazky tedy budou dále ještě podrobněji zobrazeny. Další významnou složkou cizích zdrojů jsou dlouhodobé závazky, které představují výhradně dlouhodobé přijaté zálohy od odběratelů. Jejich podíl v jednotlivých letech kolísá, příčinou je fakturace investičních zakázek po splnění smluvních milníků. V letech 2005 a 2009 je jejich podíl nevyšší, přes 33 % z celkové sumy cizích zdrojů. Nezanedbatelná je také výše rezerv (od 3 do 9 %), které společnost tvoří na reklamace, záruční opravy, v letech 2008 a 2009 vytvořila také rezervy na arbitrážní řízení a v roce 2010 na doplatek manažerských odměn. Společnost postupně splatila a již nevyužívá bankovních úvěrů. Nevyužití bankovních úvěrů a vyšší podíl dlouhodobých závazků není v odvětví obvyklé.

Obrázek 9: Struktura cizích zdrojů



Zdroj: Práce autora

4.2.2.2.1 Krátkodobé závazky⁴¹

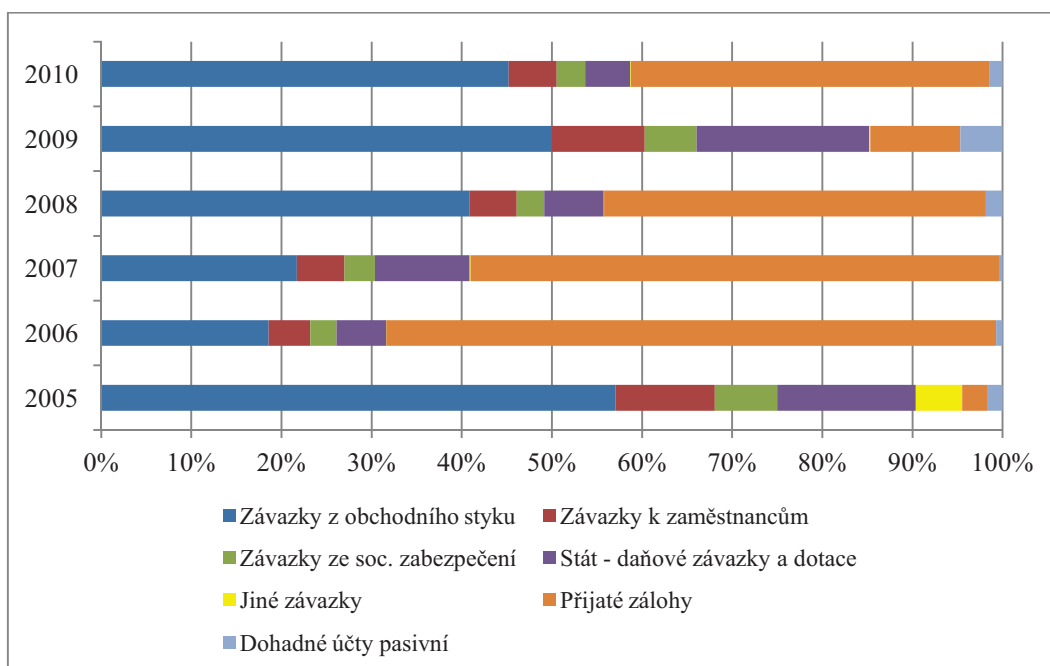
Tabulka 7: Vertikální analýza krátkodobých závazků

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Krátkodobé závazky	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Závazky z obchodního styku	57,0%	18,6%	21,7%	40,8%	49,9%	45,2%
Závazky k zaměstnancům	11,0%	4,6%	5,3%	5,3%	10,4%	5,3%
Závazky ze soc. zabezpečení	6,9%	2,9%	3,4%	3,1%	5,8%	3,2%
Stát - daňové závazky a dotace	15,4%	5,5%	10,5%	6,6%	19,1%	5,0%
Jiné závazky	5,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
Přijaté zálohy	2,9%	67,6%	58,6%	42,3%	10,0%	39,7%
Dohadné účty pasivní	1,6%	0,7%	0,4%	1,9%	4,7%	1,5%

Zdroj: Práce autora

Nejvýznamnější podíl na krátkodobých závazcích mají závazky z obchodního styku a krátkodobé přijaté zálohy. Společnost silně využívá bezúročných dodavatelských úvěrů. Podíl závazků po splatnosti na celkových závazcích je nulový, společnost má velmi dobrou platební morálku a hradí všechny své závazky včas a v plné výši.

Obrázek 10: Struktura krátkodobých závazků



Zdroj: Práce autora

⁴¹ Viz Příloha č. 3: Krátkodobé závazky společnosti.

Tabulka 8: Horizontální analýza pasiv

	změna	2006/05	2007/06	2008/07	2009/08	2010/09
Pasiva celkem	absolutní	242 421	51 063	192 428	-171 829	509 551
	relativní	34%	5%	19%	-14%	50%
Vlastní kapitál	absolutní	25 678	50 616	95 022	-8 099	136 566
	relativní	9%	17%	27%	-2%	31%
Základní kapitál	absolutní	0	0	0	0	0
	relativní	0%	0%	0%	0%	0%
Rezervní fond	absolutní	2 900	1 550	4 550	0	5 088
	relativní	48%	17%	44%	0%	34%
Statutární a ostatní fondy	absolutní	257	-3 723	4 546	-57	-218
	relativní	1%	-10%	13%	0%	-1%
VH minulých let	absolutní	49 956	6 429	60 555	-7 489	89 670
	relativní	201%	9%	75%	-5%	67%
VH běžného úč. období	absolutní	-27 435	46 360	25 371	-553	42 026
	relativní	-47%	152%	33%	-1%	41%
Cizí zdroje	absolutní	216 743	447	97 406	-163 730	372 985
	relativní	51%	0%	15%	-22%	65%
Rezervy	absolutní	-6 959	4 853	35 609	5 127	21 323
	relativní	-44%	54%	259%	10%	39%
Dlouhodobé závazky	absolutní	0	79 025	-125 923	193 627	-46 958
	relativní	0%	161%	-98%	8492%	-24%
Krátkodobé závazky	absolutní	374 386	-80 063	190 240	-359 964	399 800
	relativní	186%	-14%	38%	-52%	123%
Bankovní úvěry dlouhodobé	absolutní	2 704	-2 520	-2 520	-1 180	0
	relativní	77%	-41%	-68%	-100%	
Bankovní úvěry krátkodobé	absolutní	-51 954	-848	0	-1 340	-1 180
	relativní	-94%	-25%	0%	-53%	-100%
Časové rozlišení	absolutní	0	0	0	0	0
	relativní					

Zdroj: Práce autora

K nejvýznamnějšímu nárůstu pasiv došlo v letech 2008 a 2010. U vývoje finanční struktury je nejdůležitější skutečnost, že položka vlastního kapitálu absolutně roste, při neměnné výši základního kapitálu v letech 2005 až 2010 to znamená, že je společnost trvale zisková. Společnost v letech 2007, 2008 a 2009 vyplatila dividendy (v roce 2009 ve výši 100 mil. Kč) a také je ponechána část zisku pro její další rozvoj, což je patrné z rostoucího výsledku hospodaření minulých let. V roce 2009 došlo ke skokovému nárůstu dlouhodobých závazků. Ve sledovaných letech dochází ke kolísání krátkodobých závazků. Tabulka č. 7 zároveň ukazuje, že v roce 2009 bylo opomenuto povinné přidělení ze zisku do rezervního fondu.

4.2.3 Analýza výsledku hospodaření

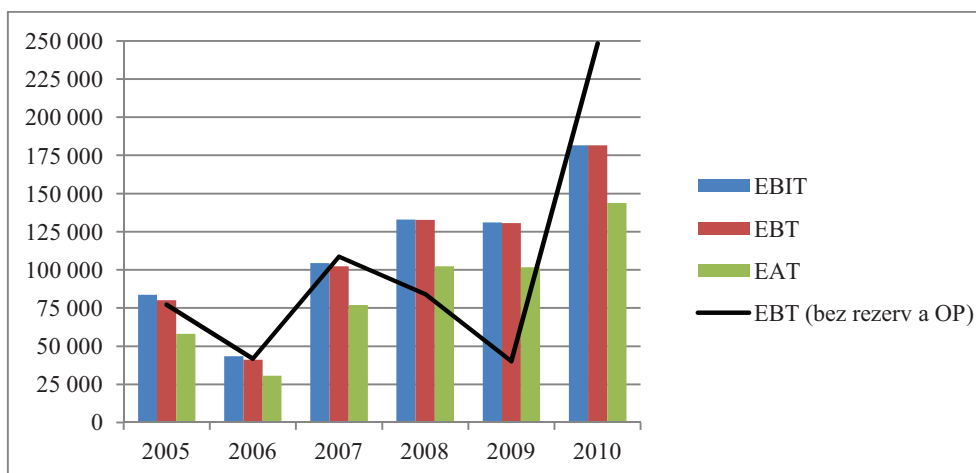
Tabulka 9: Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celkové tržby	1 363 949	999 040	1 667 189	2 040 482	1 994 937	1 927 235
Osobní náklady	427 432	482 348	545 004	697 136	736 075	745 992
Odpisy	20 245	22 836	24 128	27 129	25 625	23 067
Nákladové úroky	3 404	2 281	2 178	209	439	26
Přidaná hodnota	547 340	547 235	672 833	914 857	992 099	861 015
Změna stavu rezerv a OP	3 083	-542	-6 231	48 723	90 405	-66 679
Provozní VH	96 802	50 373	107 316	131 383	134 932	188 714
Finanční VH	-16 568	-9 151	-5 007	1 443	-4 378	-7 097
Mimořádný VH	-31	0	0	0	0	0
EBDIT	63 362	20 667	80 359	105 906	105 368	158 576
EBIT	83 607	43 503	104 487	133 035	130 993	181 643
EBT	80 203	41 222	102 309	132 826	130 554	181 617
EAT	58 015	30 580	76 940	102 311	101 758	143 784
EBT (bez rezerv a OP)	77 120	41 764	108 540	84 103	40 149	248 296

Zdroj: Práce autora

V tabulce č. 10 je přehled vývoje výsledku hospodaření i jeho jednotlivých částí. Je z ní patrné, že výsledek hospodaření po zdanění ve sledovaných letech absolutně roste. V roce 2006 došlo k propadu v dosažených tržbách, což mělo negativní dopad i do tvorby hospodářského výsledku. Důvodem byl vysoký objem dlouhodobých zakázek s fakturací v následujících letech. V roce 2010 se společnosti podařilo o 41 % zvýšit čistý zisk oproti roku 2009. V následujícím grafu je zobrazen výsledek hospodaření před zdaněním a po zdanění a je zde zároveň zanesen výsledek hospodaření před zdaněním očištěný o vliv rezerv a opravných položek. Je zřejmé, že průběh výsledku hospodaření bez vlivu rezerv je plošší a společnost správně tvořila v letech s vyšším ziskem rezervy na pokrytí očekávaných rizik a ztrát v letech následujících. Jedná se zejména o rok 2008 a 2009, kdy společnost tvořila rezervu na soudní spor z titulu vypovězení smlouvy o dílo. V roce 2010 byl soudní spor ukončen a rezervy rozpuštěny.

Obrázek 11: Vývoj hospodářského výsledku v letech 2005–2010



Zdroj: Práce autora

4.3 Analýza rozdílových ukazatelů

4.3.1 Čistý pracovní kapitál

Tabulka 10: Čistý pracovní kapitál

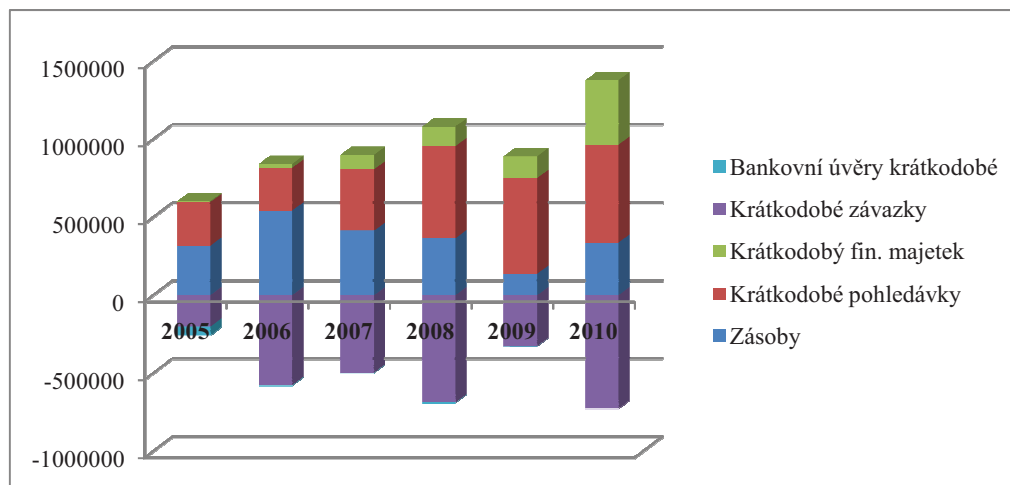
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zásoby	317 127	542 451	414 601	364 940	137 914	337 204
	91,6%	206,2%	103,1%	93,4%	24,5%	51,7%
Krátkodobé pohledávky	278 838	274 599	392 401	590 508	613 484	626 978
	80,5%	104,4%	97,6%	151,2%	108,8%	96,2%
Krátkodobý fin. majetek	6 908	25 069	93 157	123 528	139 362	413 346
	2,0%	9,5%	23,2%	31,6%	24,7%	63,4%
Oběžná aktiva	602 873	842 119	900 159	1 078 976	890 760	1 377 528
	174,1%	320,1%	223,9%	276,2%	158,0%	211,3%
Krátkodobé závazky	201 278	575 664	495 601	685 841	325 877	725 677
	58,1%	99,4%	99,5%	99,6%	99,6%	100,0%
Bankovní úvěry krátk.	55 322	3 368	2 520	2 520	1 180	0
	16,0%	1,3%	0,6%	0,6%	0,2%	0,0%
Krátkodobé závazky	256 600	579 032	498 121	688 361	327 057	725 677
	74,1%	220,1%	123,9%	176,2%	58,0%	111,3%
Čistý pracovní kapitál	346 273	263 087	402 038	390 615	563 703	651 851
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Zdroj: Práce autora

Čistý pracovní kapitál ve všech analyzovaných letech nabývá kladných hodnot. V čase narůstá, roste tedy i likvidnost podniku, pouze v roce 2006 došlo k mírnému poklesu

z důvodu vysokého nárůstu zásob ve formě nedokončené výroby. Největší část oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky, jejichž objem vzrostl v posledních třech letech v důsledku nárůstu tržeb až k hodnotě 2 mld. Kč. Následují zásoby tvořené z větší části nedokončenou výrobou. Krátkodobé závazky jsou nižší než krátkodobý majetek, který je tedy financován i dlouhodobými zdroji. Podnik využívá konzervativní strategii financování – bezpečnou, avšak relativně drahou.

Obrázek 12: Složení čistého pracovního kapitálu



Zdroj: Práce autora

4.3.2 Ostatní fondy finančních prostředků

Tabulka 11: Ostatní fondy finančních prostředků

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Čisté pohotové prostředky	-249 692	-553 963	-404 964	-564 833	-187 695	-312 331
Čistý peněžně pohledávkový fond	30 620	-272 482	-6 009	32 219	448 873	324 917

Zdroj: Práce autora

Při výpočtu čistých pohotových prostředků jsou použita nejlikvidnější aktiva, hotovost a peníze na bankovních účtech. Hodnota ukazatele je záporná, tzn. že společnost není schopna splatit své okamžité závazky z peněz v hotovosti a na běžných účtech. Tento ukazatel je nevypovídající z důvodu vysokého objemu pohledávek ve společnosti, kterými jsou postupně hrazeny závazky. Z hlediska hodnocení schopnosti společnosti splácet svoje závazky je vhodnější použít čistý peněžně pohledávkový fond, který je kromě let 2006 a 2007 kladný. V roce 2006 došlo k vysokému nárůstu zásob ve formě nedokončené výroby, která se přeměnila do tržeb v následujících letech. Pohledávky jsou již očištěny o obtížně

vymahatelné nebo nedobytné pohledávky, na které společnost vytváří opravné položky ve výši 100%.

4.4 Bilanční pravidla

4.4.1 Zlaté bilanční pravidlo financování

Tabulka 12: Zlaté bilanční pravidlo financování

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý majetek	89 436	92 721	88 863	102 121	101 037	137 397
Dlouhodobé zdroje	431 148	358 096	485 217	451 796	636 144	725 752
Poměr	0,21	0,26	0,18	0,23	0,16	0,19

Zdroj: Práce autora

Z vypočítaného poměru vyplývá, že společnost splnila ve všech letech zlaté pravidlo financování, využívá tak dlouhodobý kapitál i k financování krátkodobých aktiv. Způsob financování je konzervativní, málo rizikový, ale dražší.

4.4.2 Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Tabulka 13: Zlaté bilanční pravidlo vyrovnání rizika

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
Cizí kapitál	426 602	643 345	643 792	741 198	577 468	950 453
Poměr	0,65	0,47	0,55	0,60	0,76	0,61

Zdroj: Práce autora

Toto pravidlo není splněno v žádném sledovaném roce. Ve všech letech má společnost výrazně vyšší cizí kapitál než vlastní.

4.4.3 Zlaté bilanční pari pravidlo

Tabulka 14: Zlaté bilanční pari pravidlo

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý majetek	89 436	92 721	88 863	102 121	101 037	137 397
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
Poměr	0,32	0,31	0,25	0,23	0,23	0,24

Zdroj: Práce autora

Zlaté bilanční pravidlo pari pravidlo je splněno ve všech sledovaných letech. Dlouhodobý majetek je krytý výhradně vlastním kapitálem, vyjadřuje značně konzervativní a opatrný přístup financování. Podnik je překapitalizován.

4.4.4 Zlaté bilanční poměrové pravidlo

Tabulka 15: Zlaté bilanční poměrové pravidlo

	2006	2007	2008	2009	2010
Tempo růstu investic	0,04	-0,04	0,15	-0,01	0,36
Tempo růstu tržeb	-0,27	0,67	0,22	-0,02	-0,03
Výsledek	NE	ANO	ANO	NE	NE

Zdroj: Práce autora

Společnost splnila pravidlo pouze v letech 2007 a 2008, kdy tempo růstu investic nepřesáhlo tempo růstu tržeb.

4.5 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je nejoblíbenější metodou finanční analýzy. Ve své práci jsem je rozdělila do čtyř skupin, a to na ukazatele aktivity, likvidity, rentability a finanční stability neboli zadluženosti.

4.5.1 Ukazatele aktivity

Tabulka 16: Ukazatele aktivity

	Výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Obrat celkových aktiv	Tržby / Aktiva	1,9	1,1	1,7	1,7	2,0	1,3
Obrat DM	Tržby / DM	15,3	10,8	18,8	20,0	19,7	14,0
Obrat zásob	Tržby / Zásoby	4,3	1,8	4,0	5,6	14,5	5,7
Doba obratu zásob	365 / Obrat zásob	84,9	198,2	90,8	65,3	25,2	63,9
Obrat pohledávek	Tržby/Pohledávky z obch. styku	4,9	3,7	4,3	3,5	3,3	3,3
Doba obratu pohledávek	365 / Obrat pohledávek	74,4	97,4	85,7	105,4	112,0	110,5
Obrat závazků	Tržby /Závazky z obch. vztahů	11,3	2,0	4,2	3,6	10,2	3,1
Doba obratu závazků	365 /Obrat závazků z obch. vztahů	32,3	181,3	87,1	102,1	35,7	116,7

Zdroj: Práce autora

Obrat celkových aktiv ve všech letech přesahuje minimální doporučenou hodnotu 1. Vyšší hodnota obratu dlouhodobého majetku ukazuje na nižší majetkovou vybavenost podniku, což odpovídá charakteru společnosti, která není výrobním podnikem. Doba obratu zásob kolísá zejména v souvislosti se změnou stavu nedokončené výroby. V obratu závazků jsou zahrnuty i krátkodobé přijaté zálohy na realizaci investičních zakázek. Doba obratu závazků v podstatě odpovídá době obratu pohledávek, s výjimkou let 2005 a 2009, kdy došlo k významnému poklesu krátkodobých přijatých záloh z titulu fakturace dlouhodobých investičních zakázek.

4.5.2 Ukazatele likvidity

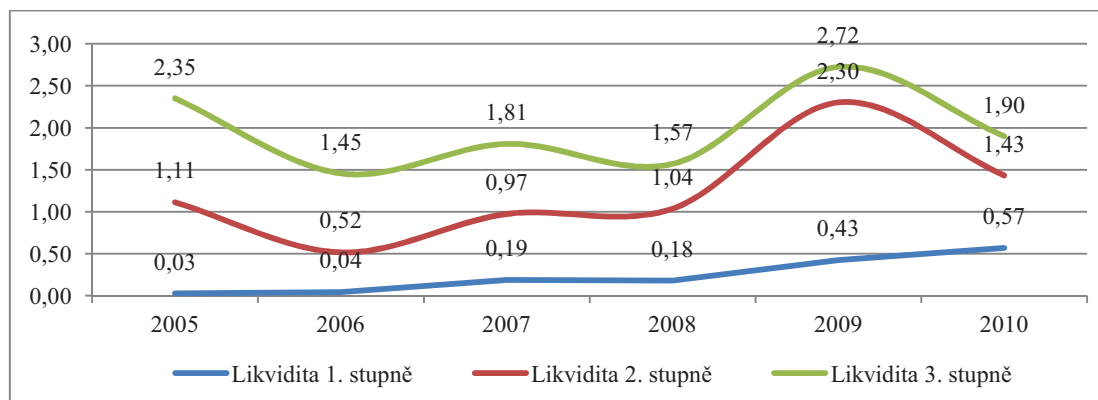
Tabulka 17: Ukazatele likvidity

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
Likvidita 1. stupně (okamžitá likvidita)	min. 0,2	0,03	0,04	0,19	0,18	0,43	0,57
Likvidita 2. stupně (pohotová likvidita)	1	1,11	0,52	0,97	1,04	2,30	1,43
Likvidita 3. stupně (běžná likvidita)	2–2,5	2,35	1,45	1,81	1,57	2,72	1,90
Čistý pracovní kapitál / Oběžná aktiva	0,3–0,5 ⁴²	0,57	0,31	0,44	0,36	0,62	0,47

Zdroj: Práce autora

Údaje o likviditě uvedené v Tabulce 18 podporují závěry uvedené v komentáři k bodu 4. 4. 2 Ostatní fondy finančních prostředků. Poměr ČPK na oběžných aktivech přesahuje doporučené hodnoty v letech 2005 a 2009, společnost má nadbytek dlouhodobých zdrojů.

Obrázek 13: Ukazatele likvidity



Zdroj: Práce autora

4.5.3 Ukazatele rentability

Tabulka 18: Ukazatele rentability

	Výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	EAT/VK	20,9%	10,1%	21,8%	22,8%	23,1%	24,9%
ROI	EBIT(1-Sazba daně)/A	8,8%	3,5%	8,0%	8,8%	10,3%	9,6%
ROA	EBIT/A	11,9%	4,6%	10,5%	11,2%	12,9%	11,9%
ROS	EBIT/T	6,1%	4,4%	6,3%	6,5%	6,6%	9,4%

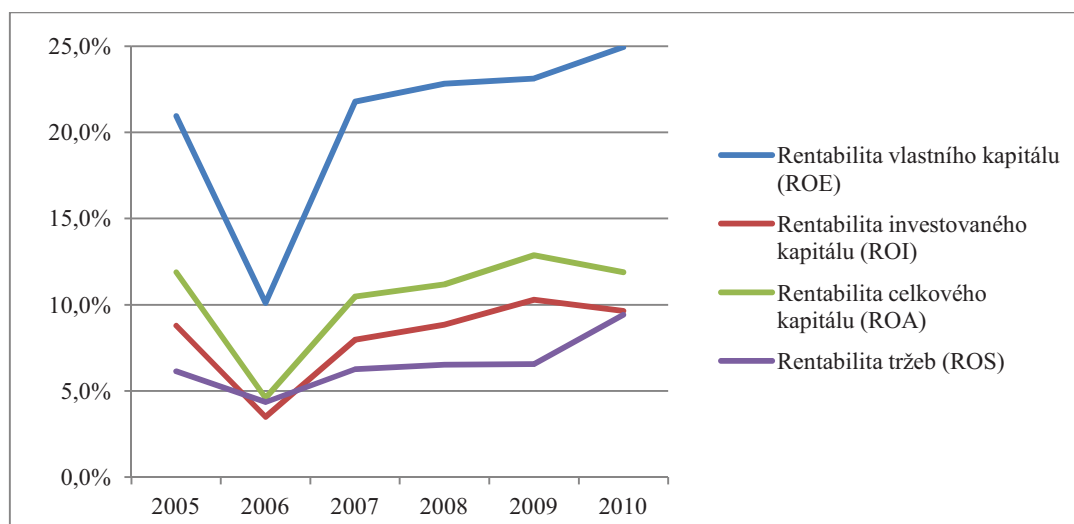
Zdroj: Práce autora

Rentabilita vlastního kapitálu vykazuje hodnoty vysoce převyšující míru výnosů bezrizikového investování kapitálu. V čase má mírně rostoucí tendenci s výjimkou roku 2006. Z ukazatele rentability celkového kapitálu vyplývá, že společnost efektivně

⁴² KRALICEK, P. *Základy finančního hospodaření*. Praha: LINDE, 1993, str. 27

hospodaří nejenom s hmotným majetkem, ale se všemi používanými prostředky. Ukazatele ROE a ROA dosahují vyšších hodnot v porovnání s oborovým průměrem. Rentabilita tržeb se pohybuje v průměru nad 6 % s mírně rostoucím trendem.

Obrázek 14: Ukazatele rentability



Zdroj: Práce autora

4.5.3.1 Du Pontův pyramidový rozklad ukazatelů

Tabulka 19: Du Pont

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROA (EAT/A)	0,082	0,032	0,077	0,086	0,100	0,094
Rentabilita tržeb (EAT/T)	0,043	0,031	0,046	0,050	0,051	0,075
Obrat aktiv (T/A)	1,938	1,056	1,672	1,715	1,960	1,262
ROE (EAT/VK)	0,209	0,101	0,218	0,228	0,231	0,249
Rentabilita tržeb (EAT/T)	0,043	0,031	0,046	0,050	0,051	0,075
Obrat aktiv (T/A)	1,938	1,056	1,672	1,715	1,960	1,262
Finanční páka (A/VK)	2,540	3,125	2,822	2,653	2,312	2,648

Zdroj: Práce autora

Du Pont rovnice zobrazuje, jak jednotlivé složky, tj. ziskové rozpětí, obrat celkových aktiv a finanční páka spolupůsobí na rentabilitu vlastního kapitálu. V roce 2010 bylo dosaženo nejvyšší rentability vlastního kapitálu, ovlivněné růstem rentability tržeb a vyšší dosaženého zisku.

4.5.4 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti

	Výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadluženost	CZ/A	61%	68%	65%	62%	57%	62%
Koeficient samofinancování	VK/A	39%	32%	35%	38%	43%	38%
Finanční páka	A/VK	2,54	3,13	2,82	2,65	2,31	2,65
Míra zadlužení	CZ/VK	154%	213%	182%	165%	131%	165%
Krytí DM vlastním kapitálem	VK/DM	3,10	3,26	3,98	4,39	4,36	4,20
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje		40%	10%	23%	7%	43%	24%
Dlouhodobé CZ/Dlouhodobý kapitál		38%	18%	29%	11%	36%	28%

Zdroj: Práce autora

Společnost má vyšší zadluženost, ukazatel je přibližně 60 % dluhu ve všech sledovaných letech. Ukazatel celkové zadluženosti se v roce 2007 zvýšil až k 70 %, následně došlo ke snížení v roce 2009 na 57 %, kdy byla dosažena nejnižší hodnota a v roce 2010 se celková zadluženost opět vrátila na poměr přibližně 60:40. Koeficient samofinancování je doplňkovým ukazatelem k celkové zadluženosti a jejich součet tvoří 100 %. Udává, do jaké míry jsou financována aktiva vlastním kapitálem. Ukazatel finanční páky se zvětšuje s podílem cizích zdrojů na celkovém financování. Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem dosahuje ve všech letech hodnoty větší než 1, podnik využívá vlastní kapitál i ke krytí oběžných aktiv. Podíl dlouhodobých cizích zdrojů je ovlivňován výší přijatých dlouhodobých záloh od odběratelů. Ukazatel úrokového krytí není použit, protože společnost téměř nevyužívala úročených bankovních úvěrů.

4.5.5 Ziskový účinek finanční páky

Tabulka 21: Ziskový účinek finanční páky

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBT	80 203	41 222	102 309	132 826	130 554	181 617
EBIT	83 607	43 503	104 487	133 035	130 993	181 643
EBT/EBIT úroková redukce zisku	0,96	0,95	0,98	1,00	1,00	1,00
Aktiva	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
A/VK finanční páka	2,54	3,13	2,82	2,65	2,31	2,65
Multiplikátor vlastního kapitálu	2,44	2,96	2,76	2,65	2,30	2,65

Zdroj: Práce autora

V případě analyzované společnosti by zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech letech.

4.6 Shrnutí finanční analýzy

Vybraná akciová společnost patří mezi nejvýznamnější dodavatele komplexních služeb v elektro-energetickém segmentu průmyslu a dosaženým obratem přes 2 mld. Kč v roce 2010 se řadí mezi velké společnosti v České republice. Významným milníkem ve vývoji společnosti byl rok 2008, ve kterém byla společnost prodána zahraničnímu vlastníkovi. Dalším neméně významným milníkem z hlediska hodnocení společnosti byly roky 2007 a 2008, kdy došlo ke skokovému nárůstu tržeb až na 2 mld. Kč.

Společnost v celém hodnoceném období vykazuje pozitivní vývoj v kontinuálním růstu výsledku hospodaření. Výjimku tvoří rok 2006, ve kterém byla výše tržeb negativně ovlivněna vysokým objemem zásob ve formě nedokončené výroby, tudíž i nižším hospodářským výsledkem. Hodnota nedokončené výroby dosahovala v roce 2006 kumulované výše 505 mil. Kč, v následujících letech byla přeměněna do tržeb. Nejvyšší výsledek hospodaření společnost vykázala v posledním sledovaném roce 2010, který byl mimo jiné kladně ovlivněn ukončením arbitrážního řízení se zahraničním odběratelem. Výsledkem bylo uhrazení dlužné částky ve výši 50 mil. Kč, čímž byl přímo ovlivněn provozní hospodářský výsledek.

Z hodnot ukazatelů aktivity vyplývá, že společnost zabývající se službami je méně náročná na vybavení hmotným majetkem. Využití majetku měřené obratem celkových aktiv je trvale vyšší než doporučená hodnota 1. Doba obratu zásob má snižující tendenci v čase, opět s výjimkou roku 2006, který ovlivňuje výše popsany stav nedokončené výroby. Velká doba obratu pohledávek souvisí se skutečností, že největší objem fakturace probíhá vždy ke konci sledovaného období. Bylo by vhodnější pracovat s průměrnou hodnotou pohledávek z obchodního styku v běžném roce.

Ukazatele běžné a pohotové likvidity dosahují u společnosti uspokojivých hodnot blízkých se doporučeným hodnotám. Okamžitá likvidita dosahuje nízkých hodnot, avšak v čase stále se zlepšujících. Společnost má také pro své provozní financování rezervy ve vysokém objemu nečerpaných kontokorentních úvěrů.

Ukazatele rentability prezentují, že společnost je ve sledovaném období stále zisková a dosahuje nadprůměrných hodnot. Ziskovost vložených prostředků je výrazně vyšší než běžná úroková míra. Ukazatel rentability vlastního kapitálu poukazuje na velký přínos pro vlastníka společnosti. Multiplikátor vlastního kapitálu ukazuje, že zvýšený podíl cizích zdrojů v kapitálové struktuře má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

Literatura doporučuje udržovat poměr vlastních a cizích zdrojů 50:50, v současnosti se jako optimum uvádí dokonce 30 % podílu dluhu na celkovém kapitálu. Přestože se společnost nepohybuje v doporučeném rozsahu, nemá vyšší zadluženost vliv na její celkovou výkonnost. Z hlediska vývoje můžeme poukázat na relativně stabilní zadlužení společnosti. Ukazatel úrokového krytí je nevýznamný, není v této analýze využitý z titulu nízkých úroků. Společnost svůj dlouhodobý majetek pokrývá dlouhodobými zdroji.

Rizikem by se mohlo jevit v budoucnosti snížení objemu získaných zálohových plateb od odběratelů v důsledku zhoršující se ekonomické situace v hospodářství a s tím související snižující se solventnosti odběratelů. Chybějící bezúročné zdroje by musely být nahrazeny čerpáním kontokorentních úvěrů.

5 Náklady kapitálu

V této kapitole bakalářské práce se budu zabývat výpočtem nákladů na kapitál ve vybrané akciové společnosti. Nejprve budu počítat náklady na vlastní kapitál, následně náklady na cizí kapitál a tuto kapitolu zakončím výpočtem průměrných nákladů na kapitál. V úvodu části nákladů na vlastní kapitál dojde k seznámení s dividendovou politikou společnosti.

5.1 Náklady vlastního kapitálu

5.1.1 Dividendová politika společnosti

V souvislosti se změnou vlastníka v roce 2008 došlo ve společnosti ke změně dividendové politiky. Zatímco původní vlastník ponechával dosažené zisky ve společnosti pro její rozvoj a dividendy nebyly vypláceny vůbec anebo ve velmi omezené míře, nový vlastník preferuje maximální výnos z vloženého kapitálu, jak je vidět z následující tabulky. Přestože za rok 2009 vlastníkem nebyly dividendy požadovány, po schválení účetní závěrky za rok 2010 valnou hromadou bylo při rozdělení zisku použito celého zisku běžného období (po přidělu do fondů) a dále nerozděleného zisku k výplatě dividendy.

Tabulka 22: Výše vyplacených dividend v letech 2005–2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividendy	0	0	15 000	20 000	100 000	0	340 000

Zdroj: Práce autora

5.1.2 Dividendový model

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu jsem nejprve zvolila dividendový model. Společnost vyplácí dividendy a akcie nejsou obchodované na trhu, proto je dividendový model v upravené podobě:

$$(\text{Dividendy} + \text{Nerozdělený zisk}) / (\text{Aktiva/Počet akcií}) + \text{Míra růstu}$$

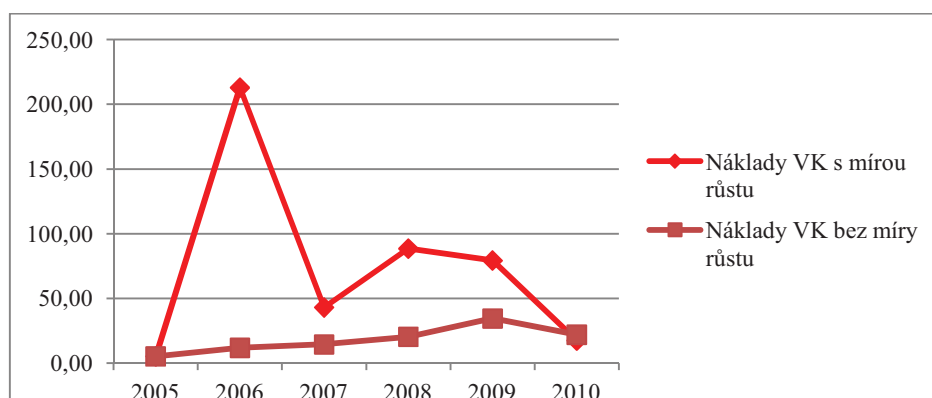
Pro porovnání údajů jsem zpracovala náklady na vlastní kapitál se zahrnutím míry růstu dividendy a nerozděleného zisku v jednotlivých letech a také bez míry růstu.

Tabulka 23: Výpočet nákladů na vlastní kapitál dividendovým modelem

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ⁴³
Dividendy	0	0	15 000	20 000	100 000	0	340 000
Nerozdělený zisk	24 836	74 792	81 221	141 776	134 287	223 957	14 251
(D + Nerozdělený zisk)	24 836	74 792	96 221	161 776	234 287	223 957	356 262
Aktiva	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256	
Počet akcií	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	
Aktiva/Počet akcií	47	63	66	79	68	102	
(D + Ner. zisk) / (A/Počet akcií)	5,29	11,86	14,48	20,40	34,53	22,00	
Míra růstu		201,14	28,65	68,13	44,82	-4,41	59,08
Náklady VK s mírou růstu	5,29	213,00	43,13	88,53	79,35	17,59	
Náklady VK bez míry růstu	5,29	11,86	14,48	20,40	34,53	22,00	

Zdroj: Práce autora

Obrázek 15: Náklady na vlastní kapitál (dividendový model)



Zdroj: Práce autora

Na první pohled je patrné, že náklady na vlastní kapitál se zahrnutou mírou růstu dividend a nerozděleného zisku mají kolísavý vývoj a dosahují extrémně vysokých hodnot.

5.1.3 Komplexní stavebnicová metoda

Akcie společnost nejsou obchodovány na trhu, společnost nepřijala stabilní dividendovou politiku a vyplácené dividendy jsou nepravidelné. Proto jsem si pro výpočet nákladů vlastního kapitálu vybrala také Komplexní stavebnicovou metodu od autorů Pavly Maříkové a Miloše Maříka. Pomůckou při výpočtu mi byla publikace „Diskontní míra pro

⁴³ Hodnoty roku 2011 jsou pouze informativní pro představu o výši vyplácené dividendy na základě výsledku hospodaření roku 2010.

výnosové oceňování podniku“⁴⁴ a elektronická podpora Příklad 6: Náklady vlastního kapitálu – komplexní stavebnicová metoda v podobě xls souboru⁴⁵. Na základě zadaných vstupních údajů o společnosti provádí soubor výsledný propočet sám.

Vstupní údaje, které jsem použila pro výpočet nákladů vlastního kapitálu:

- bezriziková úroková míra je v podobě úrokové míry desetiletých státních dluhopisů,⁴⁶
- maximální hodnota nákladů vlastního kapitálu může dosahovat výše 20 %, ⁴⁷
- přiřadila jsem stupeň rizika k jednotlivým faktorům dle svého uvážení a výpočtů,
- základní rizikovou přírážku jsem nezvýšila o prémii za sníženou obchodovatelnost, s výjimkou roku 2006 (2%).

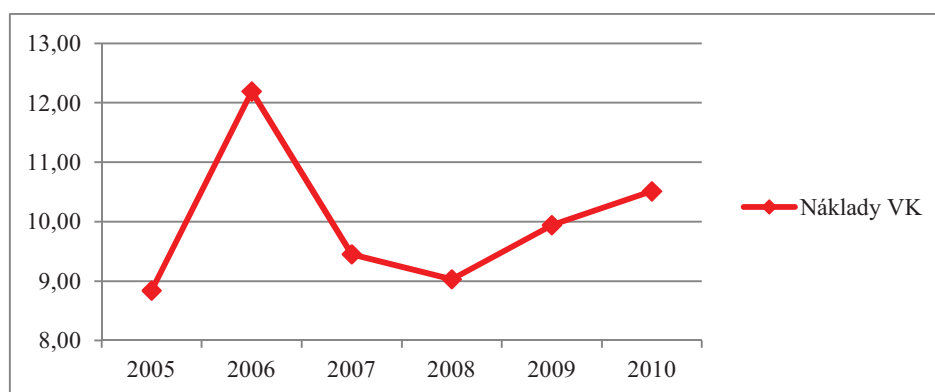
Na základě výše uvedených použitých vstupních údajů jsem provedla propočet, výsledkem je následující tabulka. Detailní výpočet nákladů vlastního kapitálu je uvedený v Příloze 4.

Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu určené stavebnicovou metodou

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady vlastního kapitálu	8,84	12,19	9,45	9,03	9,94	10,51

Zdroj: Práce autora

Obrázek 16: Náklady na vlastní kapitál (stavebnicová metoda)



Zdroj: Práce autora

⁴⁴ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007, str. 181–98.

⁴⁵ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku - Příklad 6: Náklady vlastního kapitálu: komplexní stavebnicová metoda*. [online]. Praha: IOM - VŠE. [cit. 2011-11-12].

⁴⁶ Viz Příloha 1.

⁴⁷ Autoři publikace doporučují maximální hodnotu ve výši 30–35 %.

5.2 Náklady cizího kapitálu

V teoretické části práce byl popsán výpočet nákladů na cizí kapitál a bylo definováno, že cenou cizího kapitálu je úrok (případně podíl na zisku). Analyzovaná společnost má trvale dostupné úvěrové zdroje s velmi dobrými úrokovými podmínkami v podobě kontokorentních úvěrů u tří bankovních ústavů. Jedná se o Československou obchodní banku, Komerční banku a COMMERZBANK. Výše úrokových sazeb je každoročně upravena dodatkem k základní smlouvě o kontokorentním úvěru, úroková sazba je stanovena v podobě přírážky a sazby PRIBOR.

Výpočet průměrné úrokové sazby úvěrů jsem zpracovala do následující tabulky. Přehled dostupných úvěrů a úrokových sazeb ve společnosti a sazby PRIBOR v jednotlivých letech jsou uvedeny v Příloze 1 bakalářské práce.

Tabulka 25: Výpočet průměrné úrokové sazby cizích zdrojů

	ČSOB		KB		COMB		Průměrná úroková sazba ⁴⁸
	Úroková sazba	Úvěr	Úroková sazba	Úvěr	Úroková sazba	Úvěr	
2005	2,90	80 000	3,38	90 000			3,15
2006	3,05	80 000	3,42	90 000			3,25
2007	3,72	80 000	3,87	90 000			3,80
2008	4,39	80 000	4,54	90 000			4,47
2009	2,68	65 000	2,78	90 000			2,74
2010	1,96	65 000	2,06	30 000	2,14	75 000	2,06

Zdroj: Práce autora

Společnost je trvale zisková, všechny náklady na úvěr jsou daňově uznatelné, proto lze využít ve všech letech daňového štítu. Výše sazby daně z příjmu právnických osob v letech 2005–2010 je uvedena v Příloze 1.

Tabulka 26: Náklady cizího kapitálu

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Úroková míra (i)	3,15	3,25	3,80	4,47	2,74	2,06
Náklady cizího kapitálu (1- D_s x i)	2,33	2,47	2,89	3,53	2,19	1,67

Zdroj: Práce autora

⁴⁸ Výpočet pomocí váženého průměru.

5.3 Náklady na celkový kapitál

Poté, co jsem vypočítala náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál s využitím daňového štítu, dosadím hodnoty do následujícího vzorce:

$$N_K = i \times (1 - D_S) \times \frac{CK}{K} + N_{VK} \times \frac{VK}{K}$$

V roce 2008 jsem upravila hodnotu nákladů na cizí kapitál, protože v tomto období měla na výši cizích zdrojů velký vliv změna hospodářského cyklu. Tato externalita ovšem neovlivní významnou měrou výši nákladů na cizí kapitál ve společnosti vzhledem k nevyužití úročených cizích zdrojů. Bylo využito průměru z let 2007 a 2009.

Tabulka 27: Náklady na celkový kapitál (WACC) s dividendovým modelem

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady VK s mírou růstu	5,29	213,00	43,13	88,53	79,35	17,59
Náklady VK bez míry růstu	5,29	11,86	14,48	20,40	34,53	22,00
Náklady CK (1- D _S x i)	2,33	2,47	2,89	2,54	2,19	1,67
Cizí kapitál	426 602	643 345	643 792	741 198	577 468	950 453
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
Celkový kapitál	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
CK/K	60,6%	68,0%	64,6%	62,3%	56,7%	62,2%
WACC (s mírou růstu)	3,50	69,83	17,15	34,95	35,57	7,68
WACC (bez míry růstu)	3,50	5,47	6,99	9,27	16,18	9,35

Zdroj: Práce autora

Tabulka 28: Náklady na celkový kapitál (WACC) se stavebnicovou metodou

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Náklady VK	8,84	12,19	9,45	9,03	9,94	10,51
Náklady CK (1- D _S x i)	2,33	2,47	2,89	2,54	2,19	1,67
Cizí kapitál	426 602	643 345	643 792	741 198	577 468	950 453
Vlastní kapitál	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
Celkový kapitál	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
CK/K	60,6%	68,0%	64,6%	62,3%	56,7%	62,2%
WACC	4,89	5,58	5,21	4,99	5,54	5,01

Zdroj: Práce autora

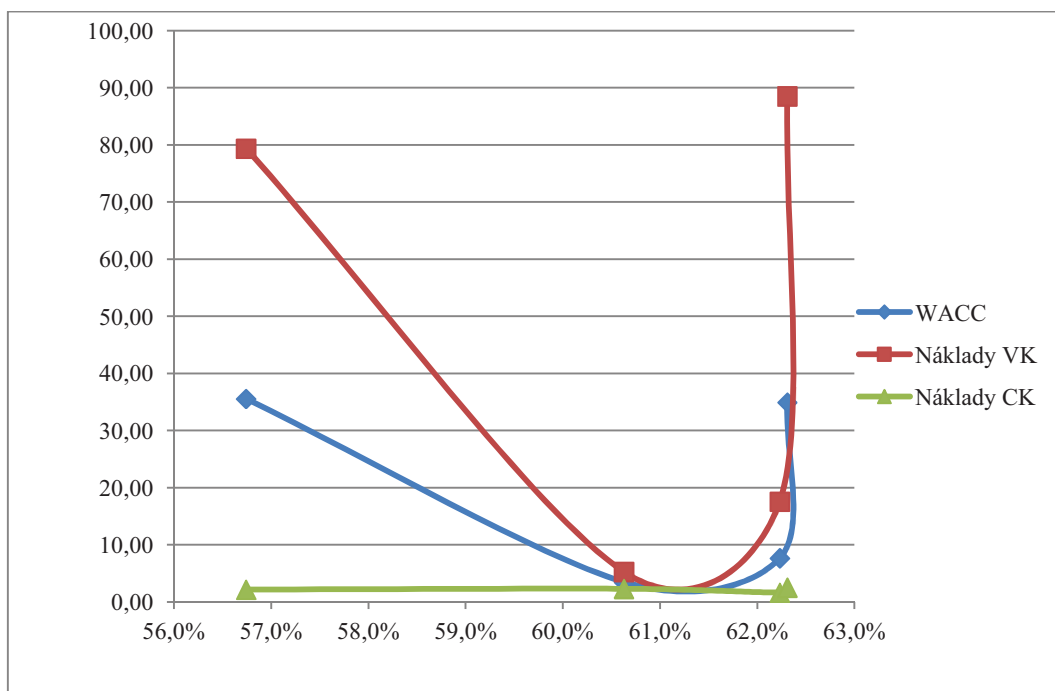
Vývoj nákladů na celkový kapitál (WACC) při různém stupni zadluženosti ukazují následující tabulky a grafy. Pro grafické zobrazení jsou na ose x použity hodnoty zadluženosti (CK/K), seřazeny vzestupně. Na ose y jsou zaneseny vypočtené náklady celkového kapitálu.

Tabulka 29: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem bez míry růstu

	2009	2005	2010	2008	2007	2006
Zadluženost CK/K	56,7%	60,6%	62,2%	62,3%	64,6%	68,0%
WACC	35,57	3,50	7,68	34,95	17,15	69,83
Náklady VK	79,35	5,29	17,59	88,53	43,13	213,00
Náklady CK	2,19	2,33	1,67	2,54	2,89	2,47

Zdroj: Práce autora

Obrázek 17: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem bez míry růstu



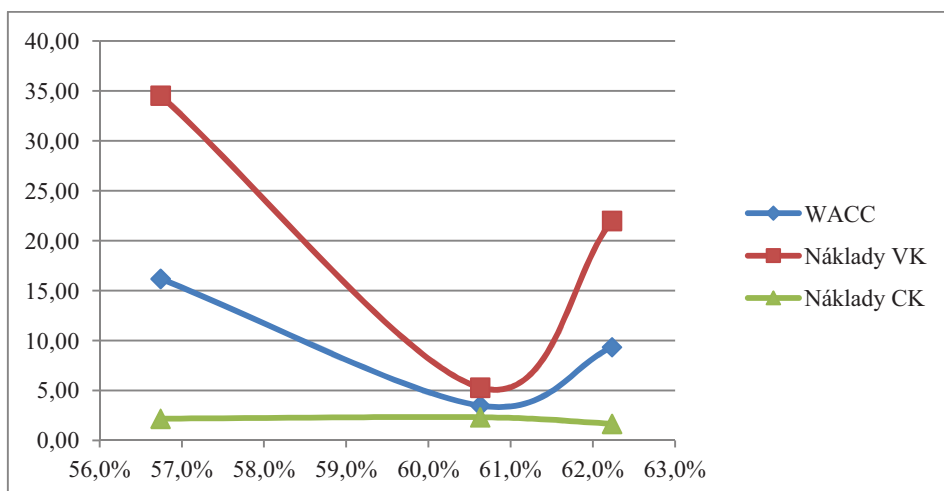
Zdroj: Práce autora

Tabulka 30: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem s mírou růstu

	2009	2005	2010	2008	2007	2006
CK/K	56,7%	60,6%	62,2%	62,3%	64,6%	68,0%
WACC	16,18	3,50	9,35	9,27	6,99	5,47
Náklady VK	34,53	5,29	22,00	20,40	14,48	11,86
Náklady CK	2,19	2,33	1,67	2,54	2,89	2,47

Zdroj: Práce autora

Obrázek 18: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem s mírou růstu



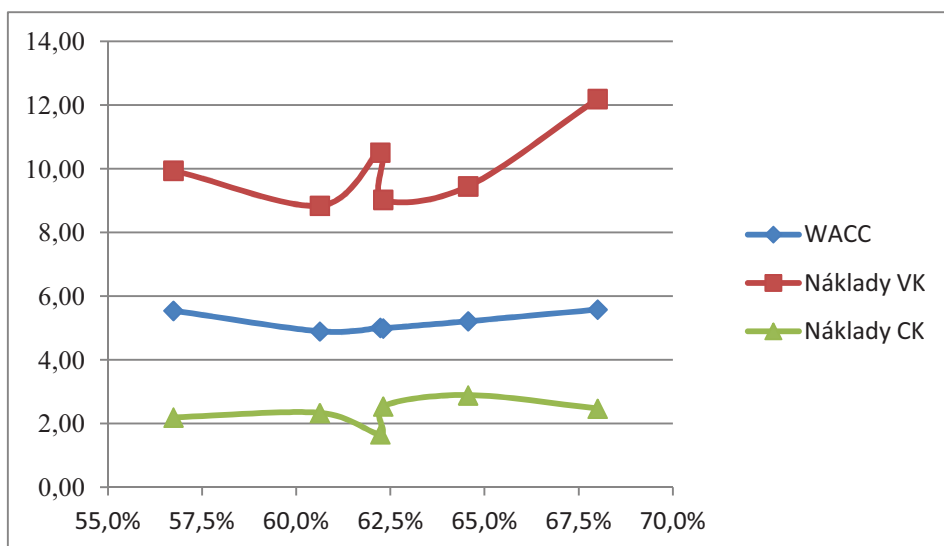
Zdroj: Práce autora

Tabulka 31: Vývoj nákladů kapitálu se stavebnicovou metodou

	2009	2005	2010	2008	2007	2006
Zadluženost CK/K	56,7%	60,6%	62,2%	62,3%	64,6%	68,0%
WACC	5,54	4,89	5,01	4,99	5,21	5,58
Náklady VK	9,9	8,8	10,5	9,0	9,5	12,2
Náklady CK	2,19	2,33	1,67	2,54	2,89	2,47

Zdroj: Práce autora

Obrázek 19: Vývoj nákladů kapitálu se stavebnicovou metodou



Zdroj: Práce autora

Ze všech grafů je patrné, že náklady na celkový kapitál dosahují svého optima při zadluženosti 60–62 %.

5.4 Shrnutí nákladů na kapitál

Pro rozhodování o optimální kapitálové struktuře mi pomohla klasická teorie optimalizace kapitálové struktury, která se opírá o minimalizaci průměrných nákladů kapitálu s přihlédnutím k daňovému štítu a nákladům finanční tísně. Teorie tzv. „U křivky“ je založena na tom, že od určité míry zadlužení začnou náklady na kapitál stoupat. Je vhodné, aby společnost udržovala takovou relaci vlastního a cizího kapitálu, při níž jsou celkové náklady na pořízení kapitálu nejnižší a tržní hodnota podniku nejvyšší. U vybrané akciové společnosti vyhodnocené údaje určují optimální kapitálovou strukturu s podílem 60–62 % dluhu na celkovém kapitálu.

Dále je ověřeno, že náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu, věřitelé podstupují nižší riziko než vlastníci společnosti a také zde působí daňový štít. S růstem zadlužení nepatrně stoupají náklady na cizí kapitál. Společnost má velmi dobré bonitní hodnocení a tím i úvěrové podmínky, růst nákladů na cizí kapitál je nevýznamný a je ovlivněn stejnou úrokovou sazbou při jakékoliv výši úvěru v rozmezí 0 až několik desítek miliónů. S růstem zadlužení významně rostou náklady na vlastní kapitál, vlastníkem požadovaná výnosnost vloženého kapitálu roste.

Chceme-li odhadovat náklady vlastního kapitálu dividendovým modelem, potřebujeme znát tržní hodnotu akcií a předpokládá se stabilní tempo růstu dividend. Ani při použití upravené podoby dividendového modelu s mírou růstu dividend a nerozděleného zisku nelze považovat výsledné hodnoty nákladů na vlastní kapitál za vypovídající. Výsledné vysoké a kolísavé hodnoty vlastního kapitálu nepřipouští ve své publikaci⁴⁹ autoři Maříková, Mařík, kteří doporučují maximální hodnotu nákladů na vlastní kapitál ve výši 30–35 % při nejvyšším stupni rizika. Při využití dividendového modelu bez míry růstu jsou náklady na vlastní kapitál reálnější (s přihlédnutím na ROE ve společnosti), avšak jsou silně ovlivněny nepravidelně vyplácenými dividendami ve sledovaných letech. Přikláním se tedy k výsledkům ze stavebnicové metody.

Stavebnicová metoda je do jisté míry ovlivněna mým vlastním posouzením očekávaného rizika. Přihlédneme-li však k nákladům na cizí kapitál a připočteme několik procentních bodů, získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál. Zohlednit také musíme velikost podniku a vyšší dostupnost kapitálu. Výsledky lze tedy považovat za odpovídající.

⁴⁹ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007

NÁVRHY A DOPORUČENÍ

Určení nákladů na vlastní kapitál je v praxi velice obtížné a do značné míry subjektivní. Bylo by jistě vhodnější použít kombinaci několika metod výpočtů nákladů na vlastní kapitál, přijmout rozhodnutí, která metoda je pro společnost nejvhodnější a na základě váženého aritmetického průměru určit výši nákladů.

Pokud by se společnost zaměřila na optimalizaci svého kapitálu, měla by svoji pozornost věnovat zejména udržování podílu cizích zdrojů ve stávající struktuře. Společnost se však problematikou optimální kapitálové struktury spíše nezabývá, což je způsobeno tím, že dividendová politika společnosti je určována mateřskou společností, která jak ukazuje vývoj posledních let, preferuje maximální vyplácení dividend. Se změnou vlastníka došlo ke změně dividendové politiky. Je nastolena politika stálého dividendového podílu v maximální možné míře, zatímco původní vlastník se přikláněl k pasivní reziduální dividendové politice.

Pro společnost by bylo vhodnější snažit se o návrat k původní dividendové politice. Ponechaná část hospodářského výsledku ve formě nerozděleného zisku by měla být reinvestována do dalšího rozvoje společnosti.

Dle mého názoru by mělo vedení společnosti vlastníkovi předložit ucelený návrh na rozšíření produktového portfolia o strojní činnosti. Dostatek interních finančních zdrojů a možnost levného úvěrového financování by bylo efektivnější využít k investování do jeho dalšího rozvoje a pokusit se získat významný podíl na strojních dodávkách zejména pro energetiku. V souvislosti s tím investovat prostředky do nákupu strojů a zařízení, zvýšit podíl stálých aktiv a využít tak přebytku dlouhodobých zdrojů financování. Rozšíření portfolia o strojní činnosti povede k výraznému zvýšení konkurenceschopnosti společnosti při získávání komplexních investičních zakázek. Tento krok by následně vedl k dalšímu nárůstu tržeb a zisku společnosti.

ZÁVĚR

Cílem mé práce bylo popsat finanční strukturu podniku, shrnout poznatky z oblasti teoretických přístupů optimalizace kapitálové struktury podniku a na příkladu vybrané akciové společnosti se pokusit o jejich aplikaci a stanovení optimální kapitálové struktury.

V teoretické části jsem charakterizovala finanční strukturu podniku a její rozdělení na vlastní kapitál a cizí zdroje. Dále jsem popsala souvislost majetkové a finanční struktury se zaměřením na zlatá bilanční pravidla financování a čistý pracovní kapitál. V závěru teoretické části jsem se zabývala způsoby měření nákladů jednotlivých složek kapitálu a popisem hlavních teorií optimalizace kapitálové struktury.

V praktické části jsem vybranými ukazateli finanční analýzy hodnotila finanční strukturu společnosti v letech 2005–2010. Dále jsem pomocí zvolených metod spočítala náklady na kapitál a vyhodnotila optimální složení kapitálu pomocí klasické teorie optimální kapitálové struktury a „U křivky“. Ke každé kapitole v praktické části je provedeno krátké shrnutí a zhodnocení.

Finanční analýzou jsem zjistila, že finanční struktura společnosti je ve složení 40 % vlastního kapitálu a 60% cizích zdrojů ve všech sledovaných letech. Cizí zdroje jsou převážně ve formě dodavatelských úvěrů a přijatých záloh od odběratelů. Společnost v podstatě nevyužívá bankovních úvěrů.

Společnost dosahuje nejnižších průměrných nákladů kapitálu přibližně při 60 % dluhu. Teoretické přístupy optimální kapitálové struktury se přiklání k poměru 30 % dluhu, maximálně však 50 %. Přesto je analyzovaná společnost stabilní, vysoce zisková a rentabilita vlastního kapitálu dosahuje nadprůměrných hodnot. Z tohoto pohledu se společnost jeví jako velmi výnosná investice pro akcionáře.

POUŽITÉ ZDROJE

Monografické publikace

BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1991. ISBN 80-85605-24-4.

GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

KALOUDA, F. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009. 279 s. ISBN 978-80-7380-174-8.

KISLINGEROVÁ, E., aj. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.

KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D. *Finanční analýza podniku: Komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

KRALICEK, P. *Základy finančního hospodaření*. Praha: LINDE, 1993. ISBN 80-85647-11-7.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Podnikové finance*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2007. ISBN 978-80-7318-593.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005. ISBN 80-86131-63-7.

PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Řízení podnikových financí. Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2003.

SYNEK, M., aj. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-736-7.

SYNEK, M., aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

VALACH, J. *Finanční řízení podniku*, 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-121-1.

VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.

ÚZ: *Obchodní zákoník a další zákony*. Ostrava: Sagit, 2010. 320 s. ISBN 978-80-7208-779-2.

Internetové zdroje

ČNB. *Trh státních dluhopisů*. [online]. Praha: Česká národní banka, © 2003-2011, poslední aktualizace 11. 11. 2011. [cit. 2011-11-12]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/>.

ČNB. *Sazby PRIBOR – měsíční a roční průměry*. [online]. Praha: Česká národní banka, © 2003-2011, poslední aktualizace 11. 11. 2011. [cit. 2011-11-13]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp>.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku - Příklad 6: Náklady vlastního kapitálu: komplexní stavebnicová metoda*. [online]. Praha: IOM - VŠE, poslední aktualizace 21. 1. 2011. [cit. 2011-11-12]. Dostupné z WWW: <http://nb.vse.cz/~marik/Pu_DM1.htm>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. *Obchodní rejstřík a sbírka listin*. [online]. Praha. [cit. 2011-10-31]. Dostupné z WWW: <<http://www.justice.cz/or/>>.

NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: *Úvaha o optimální zadluženosti*. [online]. Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51. [cit. 2011-11-21]. Dostupné z WWW: <http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2172_199601in.pdf>.

Wolters Kluwer. *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob*. [online]. Praha: Wolters Kluwer, © 2011. [cit. 2011-11-13]. Dostupné z WWW: <<http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickych-osob/>>.

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Historie společnosti	27
Tabulka 2: Majetková struktura společnosti	29
Tabulka 3: Vertikální analýza aktiv	29
Tabulka 4: Horizontální analýza aktiv	30
Tabulka 5: Finanční struktura společnosti	31
Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv	32
Tabulka 7: Vertikální analýza krátkodobých závazků.....	34
Tabulka 8: Horizontální analýza pasiv	35
Tabulka 9: Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření	36
Tabulka 10: Čistý pracovní kapitál	37
Tabulka 11: Ostatní fondy finančních prostředků	38
Tabulka 12: Zlaté bilanční pravidlo financování	39
Tabulka 13: Zlaté bilanční pravidlo vyrovnaní rizika	39
Tabulka 14: Zlaté bilanční pari pravidlo.....	39
Tabulka 15: Zlaté bilanční poměrové pravidlo	40
Tabulka 16: Ukazatele aktivity	40
Tabulka 17: Ukazatele likvidity.....	41
Tabulka 18: Ukazatele rentability	41
Tabulka 19: Du Pont	42
Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti	43
Tabulka 21: Ziskový účinek finanční páky.....	43
Tabulka 22: Výše vyplacených dividend v letech 2005–2011	46
Tabulka 23: Výpočet nákladů na vlastní kapitál dividendovým modelem.....	47
Tabulka 24: Náklady vlastního kapitálu určené stavebnicovou metodou	48
Tabulka 25: Výpočet průměrné úrokové sazby cizích zdrojů	49
Tabulka 26: Náklady cizího kapitálu	49
Tabulka 27: Náklady na celkový kapitál (WACC) s dividendovým modelem	50
Tabulka 28: Náklady na celkový kapitál (WACC) se stavebnicovou metodou	50
Tabulka 29: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem bez míry růstu	51
Tabulka 30: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem s mírou růstu	51
Tabulka 31: Vývoj nákladů kapitálu se stavebnicovou metodou	52

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Přehled přístupů k odhadu nákladů na vlastní kapitál.....	18
Obrázek 2: Koncept MM I – bez uvážení vlivu daňového systému	22
Obrázek 3: Koncept MM II – s uvážením vlivu daňového systému	22
Obrázek 4: Koncept „U – křivky“	23
Obrázek 5: Organizační struktura společnosti	28
Obrázek 6: Vývoj majetkové struktury v letech 2005–2010	30
Obrázek 7: Vývoj finanční struktury v letech 2005–2010.....	31
Obrázek 8: Struktura vlastního kapitálu	33
Obrázek 9: Struktura cizích zdrojů	33
Obrázek 10: Struktura krátkodobých závazků.....	34
Obrázek 11: Vývoj hospodářského výsledku v letech 2005–2010.....	37
Obrázek 12: Složení čistého pracovního kapitálu.....	38
Obrázek 13: Ukazatele likvidity	41
Obrázek 14: Ukazatele rentability	42
Obrázek 15: Náklady na vlastní kapitál (dividendový model)	47
Obrázek 16: Náklady na vlastní kapitál (stavebnicová metoda).....	48
Obrázek 17: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem bez míry růstu.....	51
Obrázek 18: Vývoj nákladů kapitálu s dividendovým modelem s mírou růstu.....	52
Obrázek 19: Vývoj nákladů kapitálu se stavebnicovou metodou.....	52

SEZNAM ZKRATEK

A	Aktiva
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CK	Cizí kapitál
ČPK	Čistý pracovní kapitál
D	Dividendy
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Zisk po zdanění
EBDIT	Zisk před odpisy, úroky a daněmi
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EBT	Zisk před zdaněním
N	Náklady
NN, VN, VVN	Nízké napětí, vysoké napětí, velmi vysoké napětí
NWC	Net Working Capital
OA	Oběžná aktiva
OP	Opravné položky
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
T	Tržby
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital
ZK	Základní kapitál

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Přehledové tabulky	62
Příloha 2: Vertikální analýza vlastních a cizích zdrojů	63
Příloha 3: Krátkodobé závazky společnosti.....	63
Příloha 4: Výpočet nákladů vlastního kapitálu – komplexní stavebnicová metoda	64
Příloha 5: Rozvaha v tis. (AKTIVA)	71
Příloha 6: Rozvaha v tis. (PASIVA).....	72
Příloha 7: Výkaz zisku a ztrát	73

PŘÍLOHY

Příloha 1: Přehledové tabulky

Přehled úvěrů a úrokových sazeb společnosti

Rok	ČSOB		KB		COMB	
	Úvěr	Úroková sazba	Úvěr	Úroková sazba	Úvěr	Úroková sazba
2005	80 000	0,95 + 1D PRIBOR	90 000	1,4 + 1M PRIBOR		
2006	80 000	0,95 + 1D PRIBOR	90 000	1,2 + 1M PRIBOR		
2007	80 000	0,95 + 1D PRIBOR	90 000	1,1 + 1D PRIBOR		
2008	80 000	0,95 + 1D PRIBOR	90 000	1,1 + 1D PRIBOR		
2009	65 000	1,1 + 1D PRIBOR	90 000	1,2 + 1D PRIBOR		
2010	65 000	1,1 + 1D PRIBOR	30 000	1,2 + 1D PRIBOR	75 000	1,05 + 1M PRIBOR

Zdroj: Práce autora⁵⁰

Sazby PRIBOR v letech 2005–2010

PRIBOR	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1D	1,95	2,10	2,77	3,44	1,58	0,86
1M	1,98	2,22	2,96	3,81	1,93	1,09

Zdroj: Práce autora⁵¹

Sazby daně z příjmu právnických osob v letech 2005–2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sazba daně	26 %	24 %	24 %	21 %	20 %	19 %

Zdroj: Práce autora⁵²

Úroková míra desetiletých státních dluhopisů

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Úroková míra	3,8%	3,4%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%

Zdroj: Práce autora⁵³

⁵⁰ Zpracováno na základě údajů z příloh účetní závěrky a poskytnutých údajů ve společnosti.

⁵¹ ČNB. *Sazby PRIBOR – měsíční a roční průměry*. [online].

⁵² Wolters Kluwer. *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob*. [online].

⁵³ ČNB. *Trh státních dluhopisů*. [online].

Příloha 2: Vertikální analýza vlastních a cizích zdrojů

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Pasiva celkem	703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256
Vlastní kapitál	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Základní kapitál	54,1%	49,6%	42,5%	33,5%	34,1%	26,0%
Rezervní fond	2,2%	2,9%	3,0%	3,3%	3,4%	3,5%
Statutární a ostatní fondy	13,8%	12,7%	9,8%	8,8%	8,9%	6,8%
VH minulých let	9,0%	24,7%	23,0%	31,6%	30,5%	38,8%
VH běžného úč. období	20,9%	10,1%	21,8%	22,8%	23,1%	24,9%
Cizí zdroje	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rezervy	3,7%	1,4%	2,1%	6,7%	9,4%	8,0%
Dlouhodobé závazky	35,3%	7,6%	19,9%	0,3%	33,9%	15,7%
Krátkodobé závazky	47,2%	89,5%	77,0%	92,5%	56,4%	76,4%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,8%	1,0%	0,6%	0,2%	0,0%	0,0%
Bankovní úvěry krátkodobé	13,0%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,0%
Časové rozlišení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Příloha 3: Krátkodobé závazky společnosti

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Krátkodobé závazky	201 278	575 664	495 601	685 841	325 877	725 677
Závazky z obchodního styku	114 829	106 906	107 489	280 075	162 684	327 968
Závazky k zaměstnancům	22 179	26 508	26 285	36 088	33 810	38 757
Závazky ze soc. zabezpečení	13 964	16 875	16 698	21 002	18 777	22 962
Stát - daňové závazky a dotace	30 905	31 815	52 030	45 239	62 322	36 334
Jiné závazky	10 339	152	551	195	410	462
Přijaté zálohy	5 745	389 201	290 528	290 429	32 585	288 288
Dohadné účty pasivní	3 317	4 207	2 020	12 812	15 289	10 906

Zdroj: Práce autora

Příloha 4: Výpočet nákladů vlastního kapitálu – komplexní stavebnicová metoda⁵⁴

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
A. OBCHODNÍ RIZIKO							
I. Rizika na úrovni oboru							
1. Dynamika oboru							
1. stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu asi na úrovni inflace)	nízké	x	x	x	x	x	x
2. dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené						
3. obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj (v ČR např. chemický průmysl)	zvýšené						
4. velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy	vysoké						
<i>Elektro-energetika je stabilní průmyslové odvětví.⁵⁵</i>							
2. Závislost oboru na hospodářském cyklu							
1. nezávislost oboru na hospodářském cyklu	nízké	x	x	x	x	x	x
2. mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené						
3. značná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené						
4. typicky cyklická produkce	vysoké						
<i>Údržba výroben el. a tepla probíhá v pravidelných plánovaných cyklech, souvislost s bezp. předpisy.</i>							
3. Potenciál inovací v oboru							
1. standardní obor s minimem technologických změn	nízké						
2. standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací	zvýšené						
4. obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi	vysoké						
<i>V oboru nedochází k zásadním technologickým změnám.</i>							
4. Určování trendů v oboru							
1. podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	nízké						
2. podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	zvýšené						
4. podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vysoké						
<i>Vysoce kvalifikovaný personál.</i>							
II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný							
1. Kapacita trhu, možnost expanze							
1. domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz	nízké						
2. domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnat. s hlav. konkurenty, min. vývoz	přiměřené	x	x	x	x		
3. domácí trh nasycen	zvýšené					x	x
4. domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vysoké						
<i>Od r. 2009 dochází ke zmrazení rozsáhlého investičního programu v elektro-energetice.</i>							
2. Rizika dosažení tržeb							
1. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb	nízké						
2. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené	x	x	x	x	x	x

⁵⁴MAŘIKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku - Příklad 6: Náklady vlastního kapitálu: komplexní stavebnicová metoda.* [online].

⁵⁵ Vlastní poznámky autora jsou vyznačeny kurzívou.

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
3. nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb	zvýšené						
4. nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vysoké						
<i>Dlouhodobě uzavřené smlouvy o dílo.</i>							
3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy							
1. zavedené služby, rozhodující jsou stávající trhy	nízké	x		x	x	x	x
2. zavedené služby, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené		x				
3. nové služby, stávající trhy	zvýšené						
4. nové služby, nové trhy	vysoké						
<i>Uplatnění stávajících montážních kapacit na zahr. trhy je nízké.</i>							
III. Rizika z konkurence							
1. Konkurence							
1. tržní mezera, konkurence nepůsobí	nízké						
2. nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přiměřené						
3. obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené	x		x	x		
4. zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	vysoké		x			x	x
<i>V souvislosti s vývojem hosp. cyklu se mění tlak konkurence, cenové podbízení.</i>							
2. Konkurenceschopnost produktů							
1. parametry a životnost - srovnatelné se špičkovou konkurencí	nízké	x	x	x	x	x	x
2. parametry a životnost - srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené						
3. parametry a životnost - srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené						
4. parametry a životnost - nižší než průměrná konkurence	vysoké						
<i>Vysoká úroveň poskytovaných služeb.</i>							
3. Ceny							
1. ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev	nízké						
2. ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	přiměřené				x	x	x
3. ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku	zvýšené	x	x	x			
4. ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku	vysoké						
<i>Nejsou výrazné odchylky v cenách, výběrová řízení srovnávají ceny.</i>							
4. Kvalita, řízení kvality							
1. lepší než konkurence (např. certifikace, pokud není běžnou záležitostí)	nízké						
2. srovnatelné s konkurencí	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. mírně nižší než konkurence	zvýšené						
4. výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace	vysoké						
<i>Stejně podmínky nutné pro účast ve výběrových řízeních.</i>							
5. Výzkum a vývoj							
1. vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí	nízké						
2. vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konk. výrobků	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci	zvýšené						
4. absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné	vysoké						

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
zakázky							
<i>Obtížnost prosazení inovací nepožadovaných zákazníkem.</i>							
6. Reklamační a propagace							
1. pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká	nízké						
2. pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá	přiměřené						
3. nepravidelně, sporný přínos	zvýšené	x	x	x	x	x	x
4. nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké						
získávání zakázek je nezávislé na reklamě, ale na etablování na trhu							
7. Distribuce, servis							
1. vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky	nízké	x	x	x	x	x	x
2. vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	přiměřené						
3. neúplná distribuční síť	zvýšené						
4. nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby	vysoké						
<i>Stabilní portfolio zákazníků.</i>							
IV. Management							
1. Vize, strategie							
1. jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké	x	x	x	x	x	x
2. změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené						
3. strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené						
4. neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké						
<i>Společnost má pravidelně obnovující se strategii.</i>							
2. Klíčové osobnosti							
1. zastupitelnost klíčových osobností	nízké						
2. dostupná přiměřená náhrada	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené						
4. vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké						
<i>Několik klíčových manažerů, nejsou však nepostradatelní.</i>							
3. Organizační struktura							
1. jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké				x	x	x
2. jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené	x	x	x			
3. složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené						
4. komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura	vysoké						
<i>Se změnou vlastníka došlo ke zjednodušení organizační struktury.</i>							
V. Výrobní proces							
1. Struktura výrobků (hodnocení pouze z pohledu výrobních rizik)							
1. vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje, min. tech. změny	nízké						
2. vlastní výrobky, četné modifikace	přiměřené						
3. zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace	zvýšené	x	x	x	x	x	x
4. nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké						

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Opakované zakázky obdobného charakteru.</i>							
2. Technologické možnosti výroby (nebo oběhu zboží u obchodního podniku)							
1. postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	nízké	x	x	x	x	x	x
2. vyzk. technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stáv. zařízení	přiměřené						
3. stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení	zvýšené						
4. komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky	vysoké						
<i>Minimální investiční náročnost.</i>							
3. Pracovní síla							
1. běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké						
2. dostupné profese, běžná učňovská, SŠ, VŠ kvalifikace	přiměřené						
3. vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace	zvýšené	x	x	x	x	x	x
4. převaha vysoce specializovaných profesí	vysoké						
<i>Vyšší podíl pracovníků v profesích projektant, programátor.</i>							
4. Dodavatelé							
1. stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží	nízké	x	x	x	x	x	x
2. stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené						
3. částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky	zvýšené						
4. značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké						
<i>Společnost používá prověřené dodavatele splňující požadavky na jadernou bezpečnost.</i>							
<u>VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží (přidané hodnoty)</u>							
1. Úroveň fixních nákladů							
(v případě problémů s daty možno nahradit podílem fixních aktiv)							
1. podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je malý	nízké	x	x	x	x	x	x
2. podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	přiměřené						
3. podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký	zvýšené						
4. podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký	vysoké						
<i>Je hodnocen podíl fixních aktiv, společnost má malou investiční náročnost.</i>							
2. Postavení podniku vůči odběratelům							
1. velmi silné - větší počet malých odběratelů	nízké						
2. silné - větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené						
3. slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené				x	x	x
4. slabé - závislost na 1 až 2 silných odběratelích	vysoké	x	x	x			
<i>Nejvýznamnějšími zákazníky jsou největší společnosti na trhu elektro-energetiky (3-5 odb.).</i>							
3. Postavení podniku vůči dodavatelům							
1. velmi silné - větší počet malých dodavatelů	nízké						
2. silné - větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené	x	x	x	x	x	x
3. slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené						
4. slabé - závislost na 1 až 2 silných dodavatelích	vysoké						

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Stabilní struktura prověřených dodavatelů.</i>							
4. Bariéry vstupu do odvětví							
1. velmi silné (např. výroba elektrické energie)	nízké	x	x	x	x	x	x
2. silné (např. výroba těžkého strojírenství)	přiměřené						
3. překonatelné (specializované produkce)	zvýšené						
4. slabé (např. oblast služeb - vzdělávací kurzy)	vysoké						
<i>Pro práce v oblasti elektro-energetiky je nutný velký rozsah speciálních oprávnění.</i>							
B. FINANČNÍ RIZIKO							
1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál							
1. nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	nízké						
2. přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené	x				x	
3. cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál	zvýšené			x	x		
4. cizí zdroje výrazně vyšší než vlastní kapitál	vysoké		x				x
<i>Společnost má/měla uzavřené úvěrové smlouvy s dostatečným limitem pro financování potřeb.</i>							
2. Krytí úroků - EBIT / placené úroky dosahuje							
1. dosahuje hodnotu 4,5 a více	nízké	x	x	x	x	x	x
2. dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49	přiměřené						
3. dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17	zvýšené						
4. je nižší než 1,57	vysoké						
<i>Viz finanční analýza.</i>							
3. Krytí splátek úvěrů z cash flow - EBITDA / (splátky úvěrů + leasingové splátky)							
1. cash flow mnohonásobně převyšuje splátky	nízké	x	x	x	x	x	x
2. cash flow několikanásobně převyšuje splátky	přiměřené						
3. cash flow dostatečně převyšuje splátky	zvýšené						
4. cash flow je nižší než 1,2 násobek splátek	vysoké						
4. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech							
1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké						
2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv	přiměřené						
3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené	x	x	x	x	x	x
4. WC je nulový nebo dokonce záporný	vysoké						
<i>Viz finanční analýza.</i>							
5. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita							
1. vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké						
2. vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené						
3. obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené	x				x	
4. nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků	vysoké		x	x	x		x
<i>Hodnota je ovlivněna vysokým objemem přijatých záloh od odběratelů, vysoký podíl zásob (NV).</i>							
6. Průměrná doba inkasa pohledávek							
1. odpovídá době splatnosti faktur	nízké	x	x	x	x	x	x

	RIZIKO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
2. přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené						
3. značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené						
4. vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké						
<i>Významný podíl solventních zákazníků.</i>							
7. Průměrná doba držení zásob							
1. odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám	nízké						
2. přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené	x		x	x	x	x
3. zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby	zvýšené						
4. vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob	vysoké		x				
<i>Objem zásob odpovídá charakteru zakázek, prokazuje se připravenost na realizaci zákazníků.</i>							

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2005

Bezriziková výnosová míra		3,8%
I. Rizika oboru	0,41%	
II. Rizika trhu	0,35%	
III. Rizika z konkurence	1,26%	
IV. Management	0,35%	
V. Výrobní proces	0,68%	
VI. Specifické faktory	0,75%	
Obchodní riziko	3,80%	
Finanční riziko	1,24%	
Riziková prémie celkem		5,04%
Prémie za nižší likviditu		
Náklady vlastního kapitálu		8,84%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2006

Bezriziková výnosová míra		3,8%
I. Rizika oboru	0,41%	
II. Rizika trhu	0,44%	
III. Rizika z konkurence	1,46%	
IV. Management	0,35%	
V. Výrobní proces	0,68%	
VI. Specifické faktory	0,75%	
Obchodní riziko	4,10%	
Finanční riziko	2,29%	
Riziková prémie celkem		6,39%
Prémie za nižší likviditu		2,00%
Náklady vlastního kapitálu		12,19%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2007

Bezriziková výnosová míra		4,0%
I. Rizika oboru	0,41%	
II. Rizika trhu	0,36%	
III. Rizika z konkurence	1,26%	
IV. Management	0,36%	
V. Výrobní proces	0,68%	
VI. Specifické faktory	0,75%	
Obchodní riziko	3,81%	
Finanční riziko	1,64%	
Riziková prémie celkem		5,45%
Prémie za nižší likviditu		
Náklady vlastního kapitálu		9,45%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2008

Bezriziková výnosová míra			4,0%
I. Rizika oboru	0,41%		
II. Rizika trhu	0,36%		
III. Rizika z konkurence	1,12%		
IV. Management	0,27%		
V. Výrobní proces	0,68%		
VI. Specifické faktory	0,55%		
Obchodní riziko		3,39%	
Finanční riziko		1,64%	
Riziková prémie celkem			5,03%
Prémie za nižší likviditu			
Náklady vlastního kapitálu			9,03%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2009

Bezriziková výnosová míra			5,0%
I. Rizika oboru	0,42%		
II. Rizika trhu	0,49%		
III. Rizika z konkurence	1,30%		
IV. Management	0,27%		
V. Výrobní proces	0,67%		
VI. Specifické faktory	0,55%		
Obchodní riziko		3,70%	
Finanční riziko		1,24%	
Riziková prémie celkem			4,94%
Prémie za nižší likviditu			
Náklady vlastního kapitálu			9,94%

NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU 2010

Bezriziková výnosová míra			5,0%
I. Rizika oboru	0,42%		
II. Rizika trhu	0,49%		
III. Rizika z konkurence	1,30%		
IV. Management	0,27%		
V. Výrobní proces	0,67%		
VI. Specifické faktory	0,55%		
Obchodní riziko		3,70%	
Finanční riziko		1,81%	
Riziková prémie celkem			5,51%
Prémie za nižší likviditu			
Náklady vlastního kapitálu			10,51%

Příloha 5: Rozvaha v tis. (AKTIVA)

A K T I V A		2005	2006	2007	2008	2009	2010
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK	0	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	89 436	92 721	88 863	102 121	101 037	137 397
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	6 168	8 501	6 043	8 776	10 758	13 615
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	67 890	79 220	77 820	88 345	85 279	77 625
B.II.	1. Pozemky	1 914	1 605	1 605	1 889	2 356	2 364
	2. Stavby	20 059	34 339	40 737	42 405	42 411	42 074
	3. Samostatné movité věci	32 804	36 954	35 143	43 745	36 621	29 852
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
	5. Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	22	22	79	88	88	88
	7. Nedokončený DHM	13 091	6 300	256	218	3 803	3 247
	8. Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0	0
	9. Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
B.III.	Finanční investice	15 378	5 000	5 000	5 000	5 000	46 157
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	604 347	849 001	906 713	1 085 520	913 844	1 387 798
C.I.	Zásoby	317 127	542 451	414 601	364 940	137 914	337 204
C.I.	1. Materiál	32 269	36 655	30 387	71 613	57 904	70 538
	2. Nedokončená výroba	284 858	505 796	384 214	293 327	80 010	266 666
	3. Výrobky	0	0	0	0	0	0
	4. Zboží	0	0	0	0	0	0
	5. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	1 474	6 882	6 554	6 544	23 084	10 270
C.III.	Krátkodobé pohledávky	278 838	274 599	392 401	590 508	613 484	626 978
C.III.	1. Pohledávky z obchodního styku	278 031	266 536	391 560	589 451	612 289	583 469
	2. Stát - daňové pohledávky	0	7 206	0	0	0	42 410
	3. Jiné pohledávky	807	857	841	1 057	1 195	1 099
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	6 908	25 069	93 157	123 528	139 362	413 346
C.IV.	1. Peníze	710	1 211	720	1 263	1 067	1 449
	2. Účty v bankách	6 198	23 858	92 437	122 265	138 295	411 897
	3. Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	9 839	4 321	1 530	1 893	2 824	2 061
A K T I V A		703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256

Příloha 6: Rozvaha v tis. (PASIVA)

P A S I V A		2005	2006	2007	2008	2009	2010
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	277 020	302 698	353 314	448 336	440 237	576 803
A.I.	Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
A.II.	1. Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
	2. Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A.II.	1. Emisní ažio	0	0	0	0	0	0
	2. Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fond a ost. fondy ze zisku	44 169	47 326	45 153	54 249	54 192	59 062
A.III.	1. Zákonný rezervní fond	44 169	47 326	45 153	54 249	54 192	59 062
A.IV.	VH minulých let	24 836	74 792	81 221	141 776	134 287	223 957
A.IV.	1. Nerozdělený výsledek hospodaření	58 015	74 792	81 221	141 776	134 287	223 957
A.V.	VH běžného období	58 015	30 580	76 940	102 311	101 758	143 784
B.	CIZÍ ZDROJE	426 602	643 345	643 792	741 198	577 468	950 453
B.I.	Rezervy	15 874	8 915	13 768	49 377	54 504	75 827
B.I.	1. Rezervy zákonné	0	0	0	0	0	0
	2. Ostatní rezervy	15 874	8 915	13 768	49 377	54 504	75 827
B.II.	Dlouhodobé závazky	150 612	49 178	128 203	2 280	195 907	148 949
B.II.	1. Přijaté zálohy	147 863	47 393	125 738	2 280	195 907	148 949
	2. Jiné dlouhodobé závazky	1 687	416	0	0	0	0
	3. Odložený daňový závazek	1 062	1 369	2 465	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	201 278	575 664	495 601	685 841	325 877	725 677
B.III.	1. Závazky z obchodního styku	118 146	111 113	109 509	292 888	177 973	338 874
	2. Přijaté zálohy	5 745	389 201	290 528	290 429	32 585	288 288
	3. Závazky k zaměstnancům	22 179	26 508	26 285	36 088	33 810	38 757
	4. Závazky ze sociálního zabezpečení	13 964	16 875	16 698	21 002	18 777	22 962
	5. Stát - daňové závazky a dotace	30 905	31 815	52 030	45 239	62 322	36 334
	7. Jiné závazky	10 339	152	551	195	410	462
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	58 838	9 588	6 220	3 700	1 180	0
B.IV.	1. Bankovní úvěry dlouhodobé	3 516	6 220	3 700	1 180	0	0
	2. Běžné bankovní úvěry	55 322	3 368	2 520	2 520	1 180	0
	3. Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0	0	4	0	0	0
P A S I V A		703 622	946 043	997 106	1 189 534	1 017 705	1 527 256

Příloha 7: Výkaz zisku a ztrát

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0	0
A.	Náklady na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0	0
II.	Výkony	1 197 684	1 226 497	1 545 912	1 958 881	1 839 867	2 070 311
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 363 949	999 040	1 667 189	2 040 482	1 994 937	1 927 235
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-166 912	220 938	-121 583	-82 079	-156 517	138 477
3	Aktivace	647	6 519	306	478	1 447	4 599
B.	Výkonová spotřeba	650 344	679 262	873 079	1 044 024	847 768	1 209 296
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	296 759	356 198	385 403	379 266	240 677	423 448
2	Služby	353 585	323 064	487 676	664 758	607 091	785 848
+	Přidaná hodnota	547 340	547 235	672 833	914 857	992 099	861 015
C.	Osobní náklady	427 432	482 348	545 004	697 136	736 075	745 992
C. 1	Mzdové náklady	312 418	350 409	394 883	499 513	527 372	530 216
2	Odměny členům orgánů společnosti	359	364	401	480	549	760
3	Náklady na sociální a zdravotní pojištění	108 650	122 034	138 970	174 267	178 079	182 208
4	Sociální náklady	6 005	9 541	10 750	22 876	30 075	32 808
D.	Daně a poplatky	856	968	743	2 361	3 845	6 389
E.	Odpisy dlouhodobého majetku	20 245	22 836	24 128	27 129	25 625	23 067
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	794	4 714	919	519	1 020	1 469
III. 1	Tržby z prodeje DM a materiálu	794	4 714	919	519	1 020	1 469
2	Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0	0
F.	ZC prodaného DM a materiálu	21	3 294	97	3	97	0
F. 1	ZC prodaného dlouhodobého majetku	21	3 294	97	3	97	0
2	ZC prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a OP	3 083	-542	-6 321	48 723	90 405	-66 679
IV.	Ostatní provozní výnosy	8 701	16 717	9 763	11 651	12 380	68 804
H.	Ostatní provozní náklady	8 396	9 389	12 548	20 292	14 520	33 805
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
+	Provozní výsledek hospodaření	96 802	50 373	107 316	131 383	134 932	188 714
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého FM	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého FM	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů	0	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP	956	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	24	81	63	1 823	901	1 669
N.	Nákladové úroky	3 404	2 281	2 178	209	439	26
XI.	Ostatní finanční výnosy	543	7 292	14 766	9 020	4 187	5 453
O.	Ostatní finanční náklady	12 775	14 243	17 658	9 191	9 027	14 193
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
+	Finanční výsledek hospodaření	-16 568	-9 151	-5 007	1 443	-4 378	-7 097
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	22 188	10 642	25 369	30 515	28 796	37 833
Q. 1	Daň z příjmů za běžnou čin. - splatná	21 478	10 335	24 273	39 640	45 336	25 018
2	Daň z příjmů za běžnou čin. - odložená	710	307	1 096	-9 125	-16 540	12 815
++	VH za běžnou činností	58 046	30 580	76 940	102 311	101 758	143 784
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	31	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
+	Mimořádný výsledek hospodaření	-31	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na VH	0	0	0	0	0	0
+++	VH za účetní období	58 015	30 580	76 940	102 311	101 758	143 784
+++	VH před zdaněním	80 203	41 222	102 309	132 826	130 554	181 617